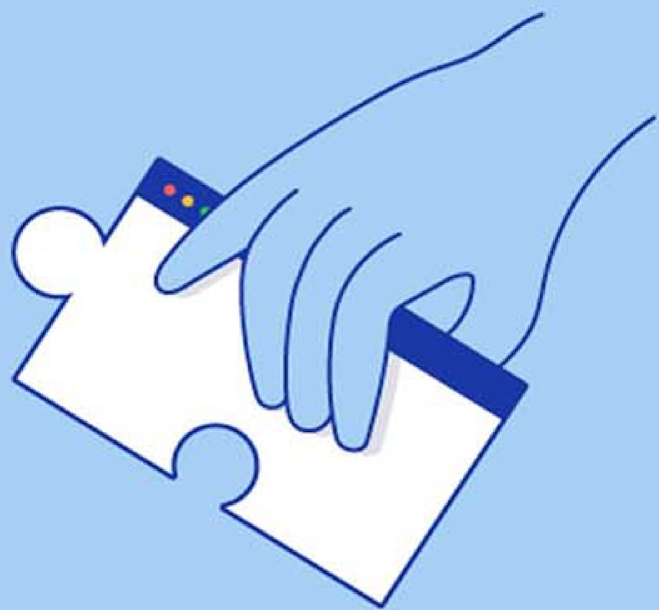
手把手教你读研报

■ 齐齐鲁（@中泰资管）







雪球 / 岛 ISLAND: 18

版权信息

书名:手把手教你读研报（雪球「岛」系列）

作者:齐齐鲁

中信出版集团制作发行

关于雪球

雪球公司成立于2010年3月，旗下拥有“雪球App”及网站“雪球xueqiu.com”。雪球App是一款解决股票怎么买的手机炒股应用，致力于为投资者提供跨市场、跨品种的数据查询、新闻订阅和互动交流服务，提供证券开户及交易服务。

作者简介

齐齐鲁，中泰证券（上海）资产管理有限公司市场部副总经理周翀，新锐微信公号栏目“毒舌研报”作者，人世间一个迷途的老书僮。长期从事文字工作，曾供职于《大公报》、《上海证券报》、上海证券交易所，获过国际知名新闻写作奖项。有断续近十年的非专业投资经历。

雪球「岛」系列电子书出版序

岛是没有意义的，除非别的岛可以到达它。

信息是没有意义的，除非别的信息可以链接它。

只有当信息与信息链接起来，我们才知道它是真是假，存在着怎样的偏颇与疏漏。

链接信息与信息的最好办法是互动。

雪球是一个投资者的社区，用户在这里分享信息与观点，并且与其他投资者互动。

互动是美好的，它让我们展现自己的智慧，分享别人的智慧。

互动也是惨烈的，它让我们发现别人的愚昧和偏见，也让我们发现自己的愚昧和偏见。前者可能让人不悦，后者可能就让人愤怒和绝望了。

雪球「岛」系列的作者都是雪球资深用户，乐意在雪球分享信息与观点，并且与他人互动。我不知道他们的体验是怎样的。

但我想，他们一定发现自己不是一座孤立的岛。

上雪球，信息不再孤岛，投资不再孤单。

雪球创始人
方三文

推荐序
让客户改变我们的研究模式

中泰证券、中泰资管首席经济学家 李迅雷

18年前，在刚刚担任国泰君安证券研究所所长时，我曾发表过一篇文章，题目就是《让客户改变我们的研究模式》。

在那篇文章里，我提出，研究所要以机构客户为主要服务对象，研究要围绕满足客户的答疑解惑需要，根据客户偏好提供个性化的服务。

这个思路否定了此前中国证券公司研究所对内服务的普遍模式。国泰君安证券研究所曾经引领整个卖方研究行业；随着共同基金的崛起，券商研究创造出了全新的服务和赢利模式，开启了中国证券投资咨询业“客户导向的卖方研究模式”时代。我本人也因此获得了新财富首届“杰出研究领袖”的荣誉。

18年来，中国证券业的卖方研究模式方兴未艾，卖方分析师与买方机构一道，共同感受着、体味着中国经济的律动，共同塑造着、厚植着中国资本市场的未来。

然而，在这个过程中，我也时常想起数以亿计的个人投资者——长期以来，受思想意识、行为模式、知识背景、支付能力等主观客观条件的限制，尽管他们为市场带来了大部分资金，创造了大部分的流动性，但享受到的投资咨询服务水准，却难言及格。

在商言商，作为一门生意而言，目前券商的卖方研究，还很难为海量的、非特定的、非匀质的所谓“大众”提供规范的、商业意义上的研报

服务。但随着中国投资者素养和资金实力的提高，特别是随着信息传播方式的不断迭代，我们可以看到，越来越多的股民正通过微信公众号、网络投资社区、交易软件乃至公共媒体，接近卖方研究。

一方面，我对此感到欣慰。因为相对于传统的信息渠道（如股评、亲朋好友的推荐）而言，研报或分析师观点，总体上显然更有助于投资者开展中长期投资——从生产方式和质量控制的角度看，卖方研报深入一线、密切跟踪、快速反应，同时又受到合规和质控的层层把关和监管，明星分析师历经残酷的商业竞争才被市场选中，已在很大程度上降低了研报整体的随意性和违规可能。

另一方面，我又对此感到一些担心。因为研报从本源上来说，并不以股民为服务对象，所以研报“世俗化”的过程中，很可能难以实现与股民需求的无缝对接。某种程度上，股民如何借鉴研报，已然决定了研报的命运。我很担心广大投资者朋友误用研报，误判分析师的作用和能力。比这更令人担心的，是因误用研报而导致投资者真金白银的损失。

所以，如果有人愿意为此做点什么，我觉得那应该是一件好事。

本书是一本关于读研报问题的入门读物，作者力求深入浅出地把相关知识和经验讲给“小白”读者听，也试图总结一些读研报的窍门。当然，作者本人并不认为在读研报的过程中，有任何捷径可循，我只是希望通过自己的阅读笔记，为有志于通过研报提升投资水平的股民朋友，提供一点帮助和启发。相信本书是一种有益的尝试。

书中有的观点未必会让你认可，在投资领域，这非常正常，希望读者不必对作者求全责备。我愿意和你们一道，保护那些尝试的热情，理解那些因尝试而必然导致的谬误。

中国个人投资者数量庞大，若以10年为观察周期，10年后，我们恐怕仍然难以见到股市中机构投资者占比的大幅提升。这样一种特殊的市

场结构是否可能催生新的卖方模式，例如针对个人投资者提供通用型卖方研报服务？观念总是被用来打破的，在亿级投资人口基数下，出现百万名需要研报服务的投资者，似乎也并非痴人说梦；而当前已略显过剩的卖方研究行业，想必也希望找到新的需求空间。

如果有一天大家真的能成为我们的客户，我就甘心再次让客户改变我们的研究模式。就算大家永远不是我们的客户，我觉得，证券分析师也应该可以为广大普通投资者做点什么。

前言

这本书只算是一个研报初学者的阅读笔记，贵在浸入和真实。

本书内容的一部分来自中泰资管（原齐鲁资管）[注]雪球网同名账号下，每周二更新的栏目《毒舌研报》。本次集合成书，增补了几万字内容，梳理和更新了资料数据，重新划分了结构和类别。不想花钱买书的朋友，可以在雪球网搜索“中泰资管”，或在微信中搜索“中泰证券资管”，订阅后通过菜单查询历史文章。

2016年9月，我到中泰资管工作，接手公司品牌宣传工作。时任公司总裁助理叶展建议，搞一个以证券公司研究报告点评为主要内容的栏目，兼顾投资者教育和品牌功能，希望有助于公司履行社会责任和塑造品牌。

为此，我以“齐齐鲁”的笔名开始撰写这个栏目的内容，每周一期。当我写到第10个月的时候，雪球网张剑锋同学与我联系，邀请我们在雪球网开设账号。在雪球，我们的栏目逐渐得到了一些读者的喜爱，令我们感觉有胆量成书出版。

于我本人而言，一方面，栏目的更新是一个职务行为，而工作是有一定压力的，我不得不每周浏览50份以上、精读20份以上研报，如今已经形成习惯。另一方面，这是一个体验或养成的过程。我本人虽有断断续续的近十年的投资经历，但实践并不丰富，对市场的认知非常有限。因此，通过持续的阅读思考，通过观点的比对，通过与市场实际走势的印证，逐渐感觉对投资有点入门。

此处的“入门”可以解释为：精心阅读券商研报，有助于为实际开展

投资活动做好准备。

我的切身感受包括：券商研报是丰富的知识库、信息库和资料库，系统性、逻辑性、完备性远胜于其他碎片化信息渠道。券商研报是直观的角斗场，出于商业目的而展开的激烈竞争，使得研报质量的比拼拳拳到肉，只要保持关注，分析质量的优劣就会无所遁形。券商研报也是人性的照妖镜，我们不时窥见分析师人性中光彩和晦暗的一面，但大多数情况下，这其实恰恰是我们——研报读者——内心的一种映射。

我将这本书定位为适合初入股市的投资者阅读。这既因我本人的投资研究水平太过有限，不免有“以其昏昏，使人昭昭”的嫌疑，资深人士读来会浪费时间；也因“这双眼看得太多”，深知对于初入股市者而言，与其将希望寄托给“带头大哥”“股评黑嘴”乃至“中国好同学”“中国好邻居”，还不如自己吃点苦，从研报开始了解经济、市场、行业乃至一家具体的公司。

当然，作为一种“有用之用”，我个人不认为研报能够带来较高的智慧和最终的觉悟。总体而言，投资活动极具个人色彩，是非常私人化的行为，与你本人的品性和识见息息相关，经常会让你有一种“懂得了很多道理，却仍然过不好这一生”的感慨。哪怕遍读大师著作，也未见得做到“知之”；就算“知之”，距离“行之”还有十万八千里；一朝“知行合一”，或许窗外黑天鹅正悄悄飞临。

这也正是投资活动的魅力所在——浓缩的人生，浓缩的道——初衷可能是一个具体的目标，但过程中逐渐明白，如何与自己、同道和对手和谐相处。这才是终极目的。很多情况下，你赞成的恰好就是你反对的，你沮丧的恰好就是你开心的，输赢同源，最大的敌人和朋友只是你自己的心。心又是什么呢？心总是那么遥远而不可知，心又总是近在咫尺，“念念回首处，即是灵山”。

所以，那些在不可知的宿命中，油然而生的求为可知的努力，就愈

发显得珍贵。因这个理由，我要向每一位愿意从研报开始，试图接近和理解投资活动的朋友，致以敬意。

同样的敬意，也要致以每一位认真研究写作的分析师。

齐齐鲁

2018年3月

---

1. 2017年10月，齐鲁资管已随母公司中泰证券（原齐鲁证券），更名为中泰资管，全称为中泰证券（上海）资产管理有限公司。

第一章
为什么要看研报

1.别被“研究报告”这个名字吓到

你不能做与别人同样的事，却奢求更好的结果。

——霍华德·马克斯

中国人的基础教育体系里曾经较少有“研究报告”的概念和训练，起码我接受基础教育的20世纪80、90年代是这样——每道题都有标准答案，基本上你按照往圣先贤的说法答，或想象着他们怎么答，拿高分不是太难的事情。

传统的中国更是如此，受教育的过程，首先（有的则终其一生）就是熟读、背诵经典（经典一般来自“圣人”），以及对经典的经典解释（经典解释一般来自“贤者”）。无论经典，还是经典解释，都是不同程度的一种特权。试想，古代的普通人写份关于四书五经的“研究报告”，往往会被人视作大逆不道。

这样的传统社会文化心理往往造成两方面的误区：一是对自身认知能力的过度矮化，每每听到“研究报告”“模型”“策略”这类词，很多人即便不是当场被吓到，也会心生距离感，所谓“敬而远之”。二是对“圣贤”认知能力的过度神化，我们总是期待着一个终极的解决方案，被洞悉事物运转秘密的先知娓娓道出，我们则马首是瞻、亦步亦趋，最后到达幸福的彼岸。

其实，从接触到熟悉，从熟悉到洞悉，从洞悉到预言，这是我们每个人与生俱来的能力；猜对和猜错，也都是我们与生俱来的权利。一方面，你千万不要被“研究报告”这个名字吓到，可以尝试着去接近这位看似高冷其实内心似火的女神；另一方面，你也不要过度崇拜“研究报

告”，女神说什么你就做什么，忘记自己是个平等独立的主体。

现在是“人”的时代，我们要习惯平视与被平视；而任何一种合作关系，都意味着你对合作方的优点的使用，同时也要接纳其缺点。

试着举个例子。在“守株待兔”这则寓言中，农夫的“模型”是：兔子会撞死在树桩上（这件事真实发生了）；“研究报告”结论是：在树桩旁等着就有肉吃。而寓言作者韩非子的“模型”却是：兔子撞死在树桩上的概率很低；“研究报告”结论是：在树桩旁等着很难有肉吃，反而会“身为宋国笑”。

这两份研究报告的取舍很容易决定。而在实际的投资过程中，情况会复杂一些，但也没有多么复杂，我们的旅程结束时，您一定会有所感悟。我想说的是——

尽管有时的确会有点枯燥，但是所有研报都有一个逻辑，都会讲个故事，都是一则投资的寓言。

现在，请你放下思想包袱，如果你觉得研报没那么不好接近了，我们就可以继续谈谈，研报究竟是个什么东西。

研报是什么？

定义总归是很讨厌的部分，但为了走进研报世界，我们还是需要花三分钟来简单说说。

除非特别标注，本书所说的“研报”，均是指证券公司为提供投资咨询服务而发布的研究报告。通常我们也叫它“卖方研报”，这是相对于投资者（买方）而言。简单讲就是，这些研报看好哪些行业、公司，有哪些策略，从而可以作为投资者投资活动的参考。

此处有悖论。你一定会问：如果分析师看好什么股票，他自己去买不就得了，为什么那么好心告诉投资者呢？

关于这个问题的回答可以写1万字，我们简单地打几个比方来说明。一是诸葛亮为什么不自己拉队伍，而一定要跟着刘备？二是孙悟空为什么不驾起筋斗云直奔西天，而要伺候唐僧鞍前马后？三是路透和彭博的信息那么快那么准，他们干吗不直接炒股？第一个例子的重点是资源。第二个例子的重点是分工。第三个例子的重点是特长或比较优势。我可以保证，上述解释是极不严谨的，好在我们也不必将重点放在这么无趣的问题上，您只要把分析师理解为“谋士”“打手”“记者”的角色就可以了，鲜有人能做到一条产业的上下通吃，投资咨询这门生意已经足够养活六七千人，使这个行业相对独立地生存。

当然，的确也有不少分析师成了基金经理，并获得了成功；也有不少失败。正如研究界大神高善文所说，之所以他只做研究而不去做投资，是因为他个性中缺乏基金经理那种决断能力。这和诸葛亮不如刘备会哭，孙悟空的本命不是取经人，路透和彭博的专长不是炒股，庶几是一样的道理。

研报有哪些类型？

本节所示研报不代表对相关分析师的推荐，推荐哪些分析师，后文还有专章议论。

假如各类研报组成了一个班级的话，我们大概可以这么理解研报的分类：

宏观研究：班主任，一位教语文的班主任。通常理解，就像语文是一切学习的起点，宏观研究是其他研究之源，这是因为人们通常将股

市、债市看作宏观经济基本面的映射。班主任要关心同学们的成绩（宏观经济运行），这带来了针对各种经济运行指标（GDP、CPI、PPI、固投、工业增加值、进出口）及先行指标（PMI、发电量、高炉开工、房地产销售）的研究报告；班主任要关心班级风气，这带来了关于流动性（货币、社融、利率、汇率）方面的研究报告；要关心学校重要政策规定，这带来了相关的宏观专题报告（例如供给侧改革、雄安新区、军改、国改等）；要关心其他班级的情况，这带来了世界经济方面的研究报告。

总之，从宏观入手看研报，是一条可选路径。特别是，目前位于分析师队伍头部的优秀分析师，通常都能够用深入浅出的语言来阐释逻辑，很适合经济学基础并不牢固（比如我本人）的读者使用。



CHINA SECURITIES RESEARCH

证券研究报告 • 宏观动态

生产短期平稳，下游需求弱恢复

——国内宏观经济周报(17.10.15-17.10.21)

宏观经济

图1-1 一份典型的宏观研究报告（来源：中信建投证券，黄文涛）

债券研究：也叫固收（固定收益）研究，是语文课代表。前面说了班主任是教语文的，所以债券研究的地位挺特殊。炒股的朋友可能没感觉，所以没让他当班长，但他其实和班主任关系非常近——很多宏观分析师其实就是债券分析师，一肩挑。债券市场的特殊性有两点：一是机构市场，二是资金市场。也就是说，债市反映了金融市场基本的流动性情况（都是玩大钱的大机构）。当然，斗胆说一句，普普通通炒炒股票，不关心债券研究几乎也没什么问题，所以就不再展开说了。

国信证券 GUOSEN

固定收益研究 Page 1

证券研究报告—动态报告/固定收益快评

固定收益 债市日评

2017年10月25日

AAA信用债收益率超过贷款基准利率，重视配置窗口期

图1-2 一份典型的债券/固收研究报告（来源：国信证券，董德志）

策略研究：班长。非专业人士总是会卡在“策略”两个字上，其实说白了就是：你应该买啥和不应该买啥。策略研究和宏观研究的关系也相当近——班长难道不就是班主任的人吗——有的领域重合也蛮多；策略研究和行业研究的关系也近——班长是联系同学的重要渠道。所以，策略既是宏观“落地”的载体，也是行业研究“登堂入室”的通道。换个角度看，策略也受宏观和行业的挤对，两面夹板气：宏观要是看空，策略理论上不大好看多（但是实践中也有同一机构中，宏观和策略分道扬镳的），行业研究看好某一行业，策略要是无视，回头这行业大涨，策略也没面子。前面几年，策略研究一度被认为很尴尬，就是因为领地被宏观和行业侵蚀得太多了。不过这两年，策略研究似乎又在迎来幸福时刻。

所以，策略是一个机构的集大成者，每年各券商的年度策略、季度策略都受到广泛关注，大家熟悉的金股组合、行业推荐和主题推荐，大多都归集在策略这块出街。读研报的话，先宏观，继而策略，最后行业，或策略、宏观相互印证入手，再及行业，是理想的入门之径。

补充一句，策略也会涉及到一些专题，既可能是概念，也可能是行业，也可能是新股，也可能是量化，甚至情绪（比如“卖在五月”魔咒，sell in May）等等，皆可成策略，所以这个领域叱咤风云的，都是一帮

老油条、老法师，你最熟悉的“股评”，大多来自这里。

中国平安 PING AN 平安证券公司 2017 年 06 月 19 日

2017 年策略半年度报告

迎接相对价值投资新时代

图1-3 一份典型的策略报告（来源：平安证券，魏伟）

行业研究：各科课代表。其实行业研究和公司研究都是同一帮人做的，或者行业研究由团队负责人多倾心一点，公司研究由研究员跟得紧一点——以团队而言，都是一帮人做的。但是由于此处是我们看研报的重点，所以我分得细致些，把行业研究和公司研究分开了。一般来说，行业研究报告的题目都是A+B型，A是行业，B是观点。行业研究具体可分为行业专题、数据、动态、简评以及行业策略等，笼统说，就是告诉你相关行业好不好，值不值得投资；行业链条里哪些位置的公司好；某个行业位置的公司，各自什么特点，哪些公司更好；等等。

此处要敲个黑板：从行业开始，研报就变得细致起来，比如评级就会出现了。通常评级就是未来某段时间内（比如6个月内），相对大盘（沪深300指数，或其他基准指数），能多涨多少（超额收益）。当然，我们后面会说到，怎么看待这个评级。



证券研究报告/行业月报 2017

煤炭开采

9 月煤炭行业数据点评：

--产量依然有限，需求缓慢下滑

图1-4 一份典型的行业研报（来源：中泰证券，笃慧）

公司研究：普通同学。这个定位是不是太伤公司研究员的心了？我大概仅仅是以数量论，公司研报确实是券商研报中数量最大的一个部分。公司研报有下面几个特点：

第一，接地气。炒股就是买公司，管你什么宏观还是板块，老子看好这家公司，买就是了。事实上，很多专业投资者奉行“自下而上”的选股方法。普通投资者中，确实也有很多看了公司研报就买入的情况，或者听人推荐某只股票，就找几份研报读读，作为买入理由。可以说，公司研报是最贴近普通投资者的，特别是其中好听的“故事”。

第二，性子直。公司研报中会出现大量的评级，乃至更进一步：目标价，还有很多业绩预测（未来1～N年的每股收益、净利润、净资产收益率，等等），就是这么直观和粗暴。

第三，覆盖广、反应快。据统计，2001—2014年，中国75%的上市公司都有分析师跟踪覆盖，被3名以上分析师关注的公司超过50%（广发证券严佳炜）。想想看，这么多人“贼”着一家公司，有什么大事小情，肯定是第一时间就被分析个底儿掉。

第四，无效产品多。从研报用户角度来说，这是合理的；从分析师角度来说，可能会有点冤枉。其实这就像看报纸的时政新闻，很多版面都是一样的，所以没必要订那么多时政报纸；但是每家报社的编辑记者都是付出劳动的呀。我的建议是，对于点评类的公司研报（几乎全部的业绩点评，和大部分的事件点评）大部分可以略过，重点看深度研究。

并且，公司的深度研报，一定要和行业研报结合看，以便相互印证。从实际投资的角度看，在公开信息环境中，行业性的机会往往比单独一家公司的机会更容易把握，胜率相对大；同时，同一机构对行业和公司的推荐很可能具有同步性，这也便于投资者把握具体的投资标的。

公司报告 | 公司深度研究　　天风证券 TF SECURITIES

华东重机（002685）

证券研究报告
2017 年 10 月 25 日

向高端机床进军，金属 CNC 设备龙头冉冉升起！

投资评级	
行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	12.26 元
目标价格	16.00 元
上次目标价	11.28 元

国内集装箱装卸设备龙头，收购润星科技强势切入 CNC 设备领域

公司主要从事轨道吊、岸桥等集装箱装卸设备的研发、生产业务，以及以加工及贸易为主的不锈钢业务。2014-2016 年，公司营业收入由 4.99 亿增长至 21.40 亿，

图1-5 一份典型的公司研报（来源：天风证券，邹润芳）

金融工程研报：竞赛尖子生。这是我闲时常看的一类，主要是作为膜拜对象和增长见闻的手段。统计和数学我都不灵，但金融工程领域经常有些好玩的研报。



金融工程研究

人工智能系列之一：机器学习量化投资实战指南

专题研究　　2017 年 10 月 24 日

图1-6 一份金融工程研报（来源：民生证券，徐玉宁）

其他。其他研报还包括基金研究、期货研究、市场资讯、晨报等等，不再一一介绍。

2006年我初入股市时，曾与一位老师有如下对话：

我：您帮我看看这只股票成不成？

师：这怎么看？

我：您炒了这么多年股，肯定会看啊！

师：一只股票就像一个人。你从大街上随便拉个人过来，让我看看

他好不好，你说怎么看？

我：……

是的，新晋的投资者往往面对着几千张陌生的面孔，不知道谁更值得托付。此时，恰好有一个庞大而详尽的资料库摆在你面前，可以叫它股票界的百度或知乎，你干吗不去利用呢？这些白纸黑字，各种详尽的数据，各种黑历史、黑材料和黑科技，总归比你花钱拜师黑嘴，低三下四请教朋友强啊——他们上下嘴皮子一碰，你真金白银就投进去了，这是不是太儿戏了？

所以，就像投资家霍华德·马克斯所说，你不能做大家都做的事，却奢求更好的结果。当很多人被研究报告吓到的时候，你更应该勇敢地接近研报，热烈地拥抱研报。

千万不要被“研究报告”的名字吓到，勇敢地接近研报吧！

2.在哪儿能看到研报？

一知道在哪儿，世界就变得像一张地图那么小了；不知道在哪儿，感觉世界才广阔。

——刘慈欣《三体》

应该说，研报的获取还是有一定门槛的，更遑论分类、检索和排序。坦白讲，我个人认为，为好的研报数据库付费是合理的，但我也承认，对于多数普通人来说，这种付费会导致后悔。

日常生活中，我们会有这种习以为常的想法：我付费了，我就得到/享受了。但知识、技能学习与产品、服务消费有很大区别。比如，你给三岁的儿子报了一个围棋班，并不代表他就能够真正学会围棋；只有你花费大量时间督促他、陪伴他完成大量练习，才有可能让他学会围棋。而且，对于学习过程来说，很大程度上，“学会”并没有什么意义，甚至“兴趣”的意义也往往没有我们想象的那么大，反倒是“习惯”和“坚持”可能更有意义。

再多说就是成功学了，就此打住。我想强调的是，系统性地研究研报，是有门槛的，而且远不只是金钱，路途蛮遥远。当然，作为一本实用性的出版物，本书多少会提供一些捷径——但在真正的研究者眼里，这些捷径恐怕都是弯路，因为你会失去感受世界广阔的机会。

免费渠道

知道大家都喜欢免费，所以先说免费模式。其实免费模式有很大局限，所以我们篇幅不会很长。

目前免费获取研报（主要内容）的渠道主要有以下几个：

sina 新浪财经 财经首页 | 新浪首页 | 新浪导航

研究报告 | 最新滚动 | 主力动向 | 个股评级 | 公司研究 | 行业研究 | 投资策略 | 宏观研究 | 个股点评

研报搜索：○研究机构 ○公司股票 ○行业分类 ○分析师 ○标题 ◉发布日期 2017-12-08 搜索

序号	标题	报告类型	发布日期	机构	研究员
1	Technical Analysis:S&P 500,Monthly recession tracker	投资策略	2017-12-08	辉立证券(香港)有限公司	辉立证券(香
2	Geo Energy Resources Ltd:Amass...	投资策略	2017-12-08	辉立证券(香港)有限公司	辉立证券(香
3	Cogent Holdings Ltd:Results ec...	投资策略	2017-12-08	辉立证券(香港)有限公司	辉立证券(香
4	Chularat Hospital:4QFY17profit seen up y-y but down q-q	投资策略	2017-12-08	辉立证券(香港)有限公司	辉立证券(香
5	华灿光电深度报告:公司质地优良,扩产提效有望晋级LED芯片全...	公司研究	2017-12-08	渤海证券股份有限公司	徐勇
6	华龙证券华龙内参	投资策略	2017-12-08	华龙证券股份有限公司	华龙证券研究
7	新三板文娱行业年度策略报告:文娱消费长期机会显著,优质内容、...	行业研究	2017-12-08	广州广证恒生证券研究所有	温朝会
8	锂电材料行业跟踪十二:锂价平稳运行,钴价持续上涨	行业研究	2017-12-08	广发证券股份有限公司	巨国贤,赵鑫
9	宏观金融研究:美国初请失业金人数连续第三周减少,中国11月外...	宏观经济	2017-12-08	浙商期货有限公司	浙商期货研究
10	中信建投国际朝闻香江	投资策略	2017-12-08	中信建投(国际)金融控股有	中信建投(国
11	恒泰证券咨询日刊	投资策略	2017-12-08	恒泰证券股份有限公司	恒泰证券研究
12	万东医疗:拟参与收购百胜医疗,进一步完善产品线	公司研究	2017-12-08	光大证券股份有限公司	姜国平,经煜
13	致富证券市前速递	投资策略	2017-12-08	致富证券有限公司	致富证券研究
14	《商业银行流动性管理办法(修订征求意见稿)》点评:控制期限错...	行业研究	2017-12-08	申万宏源集团股份有限公司	王胜
15	新三板周报第一百五十八期:全国股转系统业务支持平台股票发行电...	投资策略	2017-12-08	广州广证恒生证券研究所有	袁季
16	TECHNOLOGY HARDWARE INDUSTRY U...	投资策略	2017-12-08	中国银河国际金融控股有限	中国银河国际
17	千方科技:智能交通领军企业,大交通产业实践者	公司研究	2017-12-08	华金证券股份有限公司	谭志勇,朱琨
18	信达证券研究观点汇总:宏观	宏观经济	2017-12-08	信达证券股份有限公司	信达证券研究
19	水泥制造行业:水泥价格仍处合理区间,涨价持续性将是超预期的点	行业研究	2017-12-08	天风证券股份有限公司	黄顺卿
20	11月外汇储备数据点评:外汇净流出,预计外占小幅波动	宏观经济	2017-12-08	东吴证券股份有限公司	丁文韬
21	银河期货宏观早报	宏观经济	2017-12-08	银河期货有限公司	银河期货研究
22	利尔达:物联互通,LoRa+NB-IoT双引擎打造物联网智能产品生态链	公司研究	2017-12-08	安信证券股份有限公司	诸海滨

图1-7 新浪财经“研究报告”频道的研报页面

一是财经网站。如上图就是新浪财经“研究报告”频道的主页。网址就不拷贝了，因为这个数据库的功能相对比较初级。其他各大财经网站一般也有研究报告栏目，但是咱就一概不介绍了。

为什么呢？

只要你随便点开一篇研报就能发现，财经网站提供的研报内容，基本上只限于研报摘要。也就是每篇研报开头的一个内容提要，一般是1

～2页纸的篇幅，将研报主要结论进行展示。虽然说研报结论的确是精髓，但是从投资的角度，只看结论对于投资活动基本没有指导意义，哪怕结论是对的。

我们不仅要知其然，而且要知其所以然，这样才能提高准确性是吧？但是出于版权和监管方面的要求，公开的财经网站大多也只能帮你到这里了。

没关系，还是有其他免费渠道的。

二是分析师个人和团队的微信公众号。目前通过微信公众号传播研究报告内容的行为，监管上还没有准确定义，研报的绝大部分内容都可以在相关分析师和团队的公众号上找到，当然，通常的理解中，这算是观点，但不可以作为投资建议。

我把手头掌握的一些分析师及团队公众号列表如下，需要说明的是，尽管公众号是一个免费且简单便捷的研报获取渠道，但是有一个重要问题：分类、检索的功能基本无法满足需求，当然，如果你确定了长期关注的人选，那么每日跟踪也是可行的——只是长期关注人选的确定是个很大的问题。不管怎么说，冲着免费便捷的优点，功能方面的问题就忍了吧。我总结了一些资源，做成了下面的列表：

表1-1 分析师及团队公众号列7表

宏观经济		
机构	首席	公众号
广发证券	郭磊	郭磊宏观茶座
兴业证券	王涵	王涵论宏观
方正证券	任泽平	泽平宏观
海通证券	姜超	姜超宏观债券研究
申万宏源	李慧勇	申万宏源宏观
策略		
海通证券	荀玉根	荀玉根-策略研究
申万宏源	王胜	申万宏源研究
兴业证券	王德伦	XYSTRATEGY
广发证券	戴康	戴康的策略世界
天风证券	徐彪	分析师徐彪
金融工程		
国泰君安	刘富兵	留富兵法
国定收益		
中金公司	张继强	中金固定收益研究
农林牧渔		
长江证券	陈佳	长江研究
食品饮料		
招商证券	董广阳	招商食品饮料
纺织服装		
银河证券	马莉	纺服新消费马莉团队
轻工造纸		
申万宏源	周海晨	申万轻工
煤炭开采		
中信建投	李俊松	李俊松的黑金世界
石油化工		
海通证券	邓勇	海通石油化工
基础化工		
兴业证券	徐留明	兴业化工
电子		
广发证券	许兴军	广发电子
建材		
国泰君安	鲍雁辛	鲍大侠之建材
钢铁		
长江证券	王鹤涛	长江钢铁
有色金属		
广发证券	巨国贤	巨国贤
家电		
长江证券	徐春	长江家电研究团队

汽车		
海通证券	邓学	学学看汽车
机械		
天风证券	邹润芳	高端装备新视角
电力新能源		
长江证券	邬博华	长江电力设备新能源
医药生物		
兴业证券	徐佳熹	兴证医药健康
公用事业		
申万宏源	刘晓宁	申万环保公用
建筑工程		
中泰证券	夏天	中泰证券研究所
交通运输		
兴业证券	龚里	兴业证券交通运输与物流研究
通信		
中信建投	武超则	建投通信研究
计算机		
安信证券	胡又文	计算机司令部
批发零售		
国泰君安	訾猛	猛哥看商业
银行		
国泰君安	王剑	王剑的角度
非银		
海通证券	孙婷	海通非银金融团队
房地产		
广发证券	乐加栋	地产乐融融
社会服务		
兴业证券	李跃博	跃博带您看现代服务
传播文化		
天风证券	王晨	晨聊互联网
军工		
方正证券	韩振国	方正证券研究
环保		
东吴证券	袁理	溯本追袁聊环保
中小市值		
国泰君安	孙金钜	金钜策股
港股策略		
兴业证券	张忆东	张忆东策略世界
新三板		
中信证券	团队	CITICS 新三板研究

注：数据截至2017年11月，根据第十五届“新财富”榜单列举。其中一些分析师工作单位已经发生变动。未查到公众号的，则以下一名次人士递补。

查这么多公众号还是蛮累的，我也没有全部看过。我们说的免费研报渠道到此为止。再次总结一下，免费渠道的好处就是免费，坏处是不够系统，功能简单（免费的副产品）。

收费渠道

首先要说，收费渠道的研报内容都是很好的。我用过几个收费研报平台或收费终端中的研报频道，例如Wind（万得）、Choice（东方财富旗下金融数据平台）、朝阳永续、迈博汇金、知丘等。其中，“知丘”是我使用最频繁的一个平台。后面我会稍加介绍。

其余平台也比较好，相对而言，收费最便宜的Choice比较差，差在集纳的研报和研究机构数量相对较少，但是这个终端一年收费不到1000元，在上海、北京这也就是三五好友聚会一次的饭钱，你还要怎样？

还有一个意外就是Wind集纳的研报和研究机构，我原本以为会比较全，但其实并没有我想象的那么全，而且Wind超贵，大家都知道这一点，所以Wind很难成为普通投资者的选择。

朝阳永续的数据库不错，当然，价钱也不错。

不过我要说，如果你花钱的话，上述几个渠道基本都够用，而且它们的功能也都不错。当然，为了方便大家挑选到合适的研报平台，我以“知丘”为例，向大家介绍一下，相对理想的研报平台，应该具备哪些功能？对我们看研报有哪些好处。[注]

一是研报的分类功能。表1-2可以看到一个平台的一级分类列表。

这个内容没什么稀奇，因为很多免费渠道也都有这样的分类。

表1-2 研报平台的一级分类

报告类型

公司研究 
行业研究
策略研究
宏观经济
债券研究
金融工程
期货报告
新三板
基金研究
晨午晚报
市场资讯
会议通知
外行观点 

这个分类还不能满足我们的需求，比如我们要找电子行业的深度研究报告，只靠点一下“行业研究”，会出来很多东西，范围极不精准。所以就需要二级分类，表1-3列出了有关分类。

表1-3 研报平台的二级分类

公司研究 + 业绩点评 + 事件点评 + 新股定价 + 深度研究 + 融资分析 +

调研报告 + 会议纪要 + 公司调研 + 活动记录 +

行业研究 + 行业专题 + 行业动态 + 行业数据 + 行业策略深度 + 行业简评 +

策略研究 季度策略 + 年度策略 + 推荐组合 + 新股申购策略 + 月度策略 + 策略专题 + 策略周报 +

宏观经济 + 世界经济 + 宏观专题 + 宏观经济运行 + 政策点评 + 数据点评 +

债券研究 + 债券专题 + 可转债 + 定期报告(债券) + 新券研究 +

金融工程 + 股指期货 + 衍生品市场 + 量化投资 + 金融工程专题 +

期货报告 + 期货报告 +

基金研究 + 基金专题 + 基金仓位 + 基金通讯 + 定期报告(基金) + 私募基金 +

晨午晚报 + 午会报告 + 晚会报告 + 晨会报告 +

市场资讯 + 其他(市场资讯) + 大宗商品(市场资讯) + 市场信息 + 机构报告汇总 + 海外市场(市场资讯) + 理财产品 + 统计数据 + 观点汇总 +

会议通知 + 业绩沟通 + 会议计划 + 会议通知其他 + 培训 + 定期策略会 + 电话会议 + 联合调研 + 融资路演 +

外行观点 + 其他(外行观点) + 其他新兴市场 + 外行行业报告 + 大宗商品(外行观点) + 策略报告 +

快讯 + 债券市场 + 公司快讯 + 其他(快讯) + 基金市场 + 外行观点 + 宏观经济 + 市场策略 + 晨午晚快讯 + 海外市场(快讯) + 行业快讯 + 金融工程 +

还在上述需求下，此时你点击“行业策略深度”，就会得到各个行业的策略深度报告，但还是不能集中于电子行业。也就是说，如果我们是通过坐标系定位的话，目前你在经度上能够确定“行业研究+行业策略深度”的经度，但还差一个纬度；那你只要加一个纬度就好了。在“行

业”选项中加一个“电子行业”，一个完整坐标就形成了。

高级查询 [清空] 在已限定条件内查询。

行业： 0213 电子行业

栏目： 行业研究

类型： 行业策略深度

订阅： 订阅当前查询条件

图1-8 研报平台的经纬度精准坐标

上图可以发现，示例平台使用了行业、栏目、类型等条件，逐步缩小了你的查询范围。当然，你还可以继续加其他的条件，例如公司（代码）、分析师、机构等等，不断扩大或缩小你的范围，直到筛选出最符合你需求的报告。

仅从分类这一个角度，你就可以看出专业研报平台的功能。经常有读者奇怪，为什么齐齐鲁能够找到那么多同题、同类的研报，无他，唯器利+手熟耳。

二是研报的查询功能。查询和分类其实是一体两面，分类确定了逻辑，只要符合逻辑进行查询，就能查到自己想要的东西（当然也可能查不到），正如上面“电子行业的深度研报”需求这个例子。

但是要多说一句，单级查询往往不能满足我们的需要。因为随着你使用的深入，你的需求往往不由你地冒出来。比如，你本来只想看看电子行业的年度投资策略，可看的过程中，你突然发现苹果产业链被反复提及，这时你的需求就变成看看苹果产业链的投资策略，当你搜索“苹果产业链”的关键词时，搜索结果的确不少，但是你又只想看其中的深度行业策略，这时，我们只能通过多级的搜索来解决问题。相关示例如

下：


电子：苹果产业链的三重机会 增持 (看好)
20P
东兴证券 | 杨若木 | 贺茂飞 | 电子行业 | 行业策略深度 |

[核心观点]：苹果下一代手机大概率搭载 3D 摄像头、无线充电的功能，进入新功能零部件供应链的企业将受益受苹果单款机型巨量的需求，份额提升，和未来跟进新功能的成长机会。同时看好声学升级、电池升级、玻璃外观件、指纹识别升级等领域的产品技术升级机会。

[支持论据]：手机行业逐步进入成熟阶段，创新将越来越集中在听觉、触觉、视觉领域。声学升级、玻璃陶瓷外观件、电池升级等消费者切实感受的痛点领域将会是持续性更强的升级方向。

电子：苹果产业链动态跟踪，调整带来布局机会 增持 (推荐)
29P
招商证券 | 鄢凡 马鹏清 李学来 | 电子行业 | 行业策略深度 |

[核心观点]：坚持认为苹果新品发布不会延迟，目前的调整带来布局机会；受益国内 PPP、海外加速扩张、安防智能化，以及 Q3 存储器面临严重缺货，MicroLED 技术受国际大厂追捧，安防、半导体行业、LED板块空间巨大，坚定看好苹果产业链和安防智能化引领全年白马行情。

[支持论据]：我们近期也对供应链做了紧密跟踪确认，我们继续坚持认为，今年 iPhone 8的 OLED 机型跟其他两款 4.7 寸、5.5 寸机型都是在九月发布。建议不要过于关注这点量延后的问题，我们了解到苹果供应链明年一季度的备货预期比往年都是要好很多的，所以明年一季度产业链望大超预期。

电子：坚定看好苹果产业链与安防智能化趋势 增持 (推荐)
22P
招商证券 | 鄢凡 马鹏清 李学来 | 电子行业 | 行业策略深度 |

电子：看好iPhone 8创新周期，强者恒强的龙头外，关注苹果产业链新公司 增持 (买入)
13P
广发证券 | 许兴军 王亮 | 电子行业 | 行业策略深度 |

图1-9 “苹果产业链深度行业策略”示例

我只想说，这样的多级搜索安排，非常适合我们野马般发散的思维和强烈的求知欲。

三是个股和分析师的全景。我觉得示例平台的这两个全景是最有特点的。分别说：



图1-10 贵州茅台的个股全景图示例

上图以贵州茅台示例，可以清晰地看到股价走势与分析师共识评级和共识EPS的互动关系。除此之外，相关页面上还有贵州茅台的全部研报列表和公告、新闻、调研、互动问答等信息集纳。从快速了解个股的角度看，我觉得这个切口的设计和内容安排是非常有效的。

再看看分析师全景：



图1-11 广发证券分析师巨国贤的全景图示例

上图以广发证券有色分析师巨国贤示例。相关页面最有特色的设置是通过分析师的研报模拟了相应的投资组合，这样，可以对分析师的荐股能力有一目了然的了解（当然，由于涉及到机器和算法，还有人为的定义，结果不能全面体现分析师能力）。同时，相关页面还列示了分析师研报和覆盖的股票情况，以及同机构其他分析师和其他机构同行业分析师的情况。

四是热门研报。从博弈的角度来说，投资即如经济学家凯恩斯所言，是一个“挑选别人眼中的美女”的过程，或者说，只有你自己认为美的美女不会赢得选美比赛，而只有大家都认为美的美女才能赢得比赛。所以，在这种情况下，你自己认为好的研报不是好研报，大家都认为好的研报才是好研报。那么，怎么解决“大家都认为好”这个问题呢？逻辑也很简单，被阅读的次数越多，说明这份研报越受认可。

通过示例平台，你会知道大家都在看哪些研报。出于我们都知道的

原因，大家都在看的研报，必然比大家都不看的研报，更可能影响市场。

图1-12 2017年12月15日示例平台的“热门”研报栏目

好，本节基本上就到此为止吧，通过这个简介，相信您已经大概清楚，一个功能完备的研报平台，对于我们做好研报研究和学习是多么重

要。如果今后您有机会选择研报平台，我建议您根据上面几个简单的条件进行筛选。

尽管目前好的研报渠道仍然十分有限，但是想必你也不会费心去做如此系统的研究，那是专业投资者做的事情。前面说过，我会为您准备一些捷径。

下一节，我们会看看捷径。

---

1. 目前“知丘”仍无法向普通投资者提供研报服务（包括付费服务），暂时仍只有针对机构客户的版本；未来时机成熟时，可能会推出2C的产品，但不是目前的产品形态。

3.看研报的捷径

一个好的目标绝不会因为慢慢来而落空。

——亚伯拉罕·林肯《第一次就职演说》

研报更适合偏价值类的、相对中长线的投资。请您一定要记住这句话。

看研报最忌“贪”。这里的“贪”并不指代金钱，贪钱到底还是指向明确的，我宁可把它当作是相对积极的导向。我所说的“贪”，主要是指对事物有不切实际的、心里没数的那种期待，而且在很多情况下，当事人还就真这么相信。在这种情境下，我甚至认为，假装相信并且通过假装相信来骗人骗己，如果有点什么收益，还算是好的，最麻烦的就是那种盲目且发自内心的相信，它既不能带来物质上的回报，也不能带来精神上的补偿。

我们看研报，必须避免这类“贪”的问题：“贪”结论超准，“贪”买入就涨，“贪”（通过研报来证明自己并不审慎的）决策正确。

换句话说，你必须坦然接受那些错误的研报，并把它们作为正常的研报的重要组成部分——就像你喜欢呼伦贝尔大草原的美景，就必须接受那里到处有不经任何处理的牛粪，和无比饥渴的蚊子、苍蝇一样。

“坏”研报占比15%～20%

其实这个部分并不大，大约占比只有15%～20%——当然很可能让你亏得非常惨——必须规避掉。

专栏1：把你带沟里的分析师并不多㊟



图1-13 微信中传播的，“黑”分析师的段子

一个长久的误解，正如段子里面说的核心部分：客户看你的东西挣不了钱。

今天我们就利用研报平台的大数据工具，看看作为一个整体的分析师，到底能不能帮客户赚到钱。

这个工具大概是这样的：

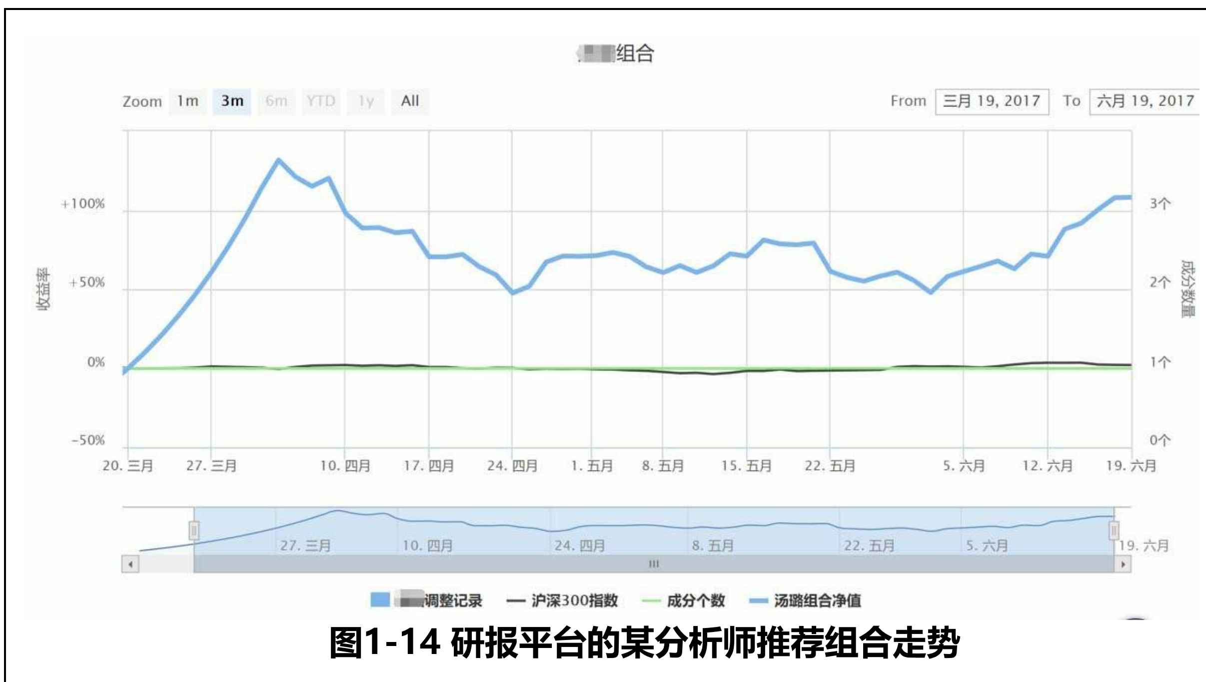


图1-14 研报平台的某分析师推荐组合走势

它会抓取分析师在研报中推荐的个股，并构建分析师的组合，然后你就可以对比组合收益与基准的情况。此外，还可以根据时间段自动生成分析师组合收益榜单：

机构	分析师	开始日期	昨日收益率	期间收益率
国泰君安	汤璐	17/03/14	0.10%	29.01%
国海证券	金龙	16/11/17	4.50%	28.78%
东方证券	王天一	15/02/05	3.10%	18.71%
天风证券	王晨	16/11/28	3.90%	18.65%
	161614	15/03/15	0.90%	18.54%
中信建投	石泽蕤	16/10/25	0.90%	17.13%
中金公司	丁玥	15/03/16	-1.80%	16.80%
中航证券	石玉华	17/06/05	0.70%	15.70%
建银国际	Rong.Li	17/04/10	1.70%	15.01%
国泰君安	皇甫晓晗	17/01/02	1.70%	14.87%

图1-15 研报平台的分析师推荐组合走势

八成分析师可以跑赢基准

根据这个数据工具，齐齐鲁做了一下统计，结论是，在某个时间段内，约八成分析师的组合业绩可以跑赢以中证1000为代表的基准——因沪指的代表性可能存在问题，我选了中证1000作为基准，希望更准确地反映市场全貌。

以下是2017年1月1日至6月16日的区间统计情况：



图1-16 2017年1月1日至6月16日分析师组合收益情况

上述区间统计显示，有40.12%的分析师可以通过给你推荐的组合带来绝对收益。

考虑到2017年极为明显的一九分化行情，中证1000指数更能代表市场全貌（绝大多数股票下跌），我们拿这个基准作为平均水平——那么有高达85.47%的分析师可以实现跑赢市场平均水平的组合收益。

剩下14.53%的分析师，对不起，没什么话说，他们跑输了中证1000代表的市场平均水平。

看到这里你可能会说，是不是统计的时间太短？可能存在这个问题，但我想，一般的研报使用者应该都期待分析师组合能够尽快上涨，所以6个月应该算不错的统计区间。从使用者的角度来说，我很少看到有人能够耐心等待1年以上的。

不过没关系，统计总归不难，于是我统计了一年区间的分析师组合

表现：



图1-17 2016年6月17日至2017年6月16日分析师组合收益情况。

数据有点趋向分化，结果显示好的更好，坏的更坏。有高达52.82%的分析师组合能够带来绝对收益，32.31%的分析师组合跑赢沪综指，79.49%的分析师跑赢中证1000；当然，跑输的分析师多了起来，为20.51%。

所以总结论是：10个分析师中，4～5位可以妥妥地帮你赚钱，8～8.5位可以帮你跑赢市场基准，只有1.5～2位会把你带到沟里。

这仍然基本符合二八定律或者换句话说——作为一个整体的证券分析行业，总体水准既不比社会其他行业高，也不比社会其他行业低。所以推导出的结论是，作为一个整体的证券分析师，总体水准既不比社会其他行业好，也不比社会其他行业差。

如果是段子手所说的“年薪千万的新财富首席”，因为标准和数据筛选的问题，我没有做出结果，但几乎可以笃定：业绩考核如此直接（能

否帮买方赚钱），行业竞争如此激烈，作为头部分析师的他们，组合收益肯定会高于平均水平，不信咱们可以打赌。

看研报的4条捷径

那么，我们该怎么看研报呢？我大概总结了如下的捷径：注

首先要关注“一致预期”。

2014年，方正证券夏子衍在研报中表示，个股关注的分析师数量及变动率，应作为一个重要的观察指标。因“对个股关注的分析师数量越多，市场对它的了解程度也越深……反映的市场情绪更加合理和准确”，相反，“分析师关注数量越少，一致预期可信度会相对较低”。

广发严佳炜的统计也显示，2007—2014年，中国股市有25%的股票没有分析师覆盖，25%的股票覆盖人数少于3人。

也就是说，对于这一半的股票，你基本上采取忽略的态度比较好。使用研报，最好看覆盖人数多、跟踪紧密的个股研报。如果你看冷门公司研报，八成就与写冷门研报的分析师心态一样——为了博一下，那么结果也八成就是：大家心照不宣了。

所以，看研报选股，主要适合那些关注的分析师较多的个股，在此基础上对分析师的观点进行“横截面”式的比对分析。如果一只股票，关注它的分析师少于3人，那么多半这只股票不宜通过看研报的方式来辅助决策。

关注的分析师多了，才有所谓的“一致预期”，相对来说，一致性的意见越多，对投资的指导意义可能越强。当然，相同条件下，一只股票在一定时期内表现越强，可能受到推荐的概率就越大，这种一致预期下

的看多，可能“赔率”会小一些，就如巴西男足和中国男足的比赛，买巴西队胜的人会占绝大多数，虽然赢面很大，但每个人赢到的钱会很少。

其次要关注“具体指标”。

一个误区是：研报推荐/评级提升就是买入理由。

其实这是一个伪命题，很少有投资者根据这一点就买入股票。相比之下，更多的情况是：基本已经决定买入，然后拿研报来增强信心，或作为买入理由。

所以在这个过程中，大多数情况是：你信了什么，就只看到什么。

此时，更稳妥的做法是，不仅看一致预期，更要看一致预期的“具体指标”，比如净利润。

2012年中投证券朱幂的研究结论是：“一致预期数据越来越能准确预测上市公司公布的净利润数值。”

2014年广发证券史庆盛对此有更细化的表述，援引如下：“大盘选股时参考盈利预测指标更有优势；且盈利预测类指标对非周期行业可能更有效；市场关注度、情绪类指标比较适合应用在全市场选股中，并且该类指标倾向于应用在非周期行业中。也可以看到哪些指标不适合应用的领域，例如估值类指标在创业板小票的选股应用中效果不佳等等。”

再次要修正“年报效应”。

2012年中投证券黄君杰就提出过，“值得一提的是，以一致预期因子所构建的策略在年报发布期间的月份可能会有问题”。他指出的主要问题来自统计口径，年报发布期间，已发布年报和未发布年报的上市公司，提取的预测净利润增长率数据，一个是更新的，一个是未更新的。当然，还有主观的问题。

主观的问题主要涉及到一个研报界的潜规则：每年年报和一季报密集披露期，大量的业绩报告披露，必然带来大量的业绩点评类研报，而这类研报势必要给上市公司以推荐评级（否则上市公司可能就会封杀分析师了），很多研究所又要求分析师必须出目标价（目标价就只好随便给给），所以这个时段的研报很可能失真。

所以，“年报效应”必须修正，修正办法就是，此时干脆不要看业绩点评类的研报，每年5月以后看深度报告是比较好的选择。

第四，研报可能更适合价值投资。

根据华宝张青的研报，使用PB-ROE（市净率-净资产收益率）选股模型这种经典的价值投资方法，采用财报中公布的财务指标策略收益不高，年化收益仅有8%，这是因为财报中的指标存在时滞性，没有充分考虑公司当前或者未来的情况。

但如果采用分析师预测的PB和ROE指标进行筛选，从测试结果来看，收益得到显著提高，年化收益率提高至20%以上，较Wind（万得）全A指数（作者注：一般用来刻画全市场表现）的年度胜率达到90.91%。

因此，他的结论是，分析师一致预期显著增强了PB-ROE模型的选股绩效，提高了价值投资在中国市场的适用性，并且长期来看能够获得稳定的超额收益。

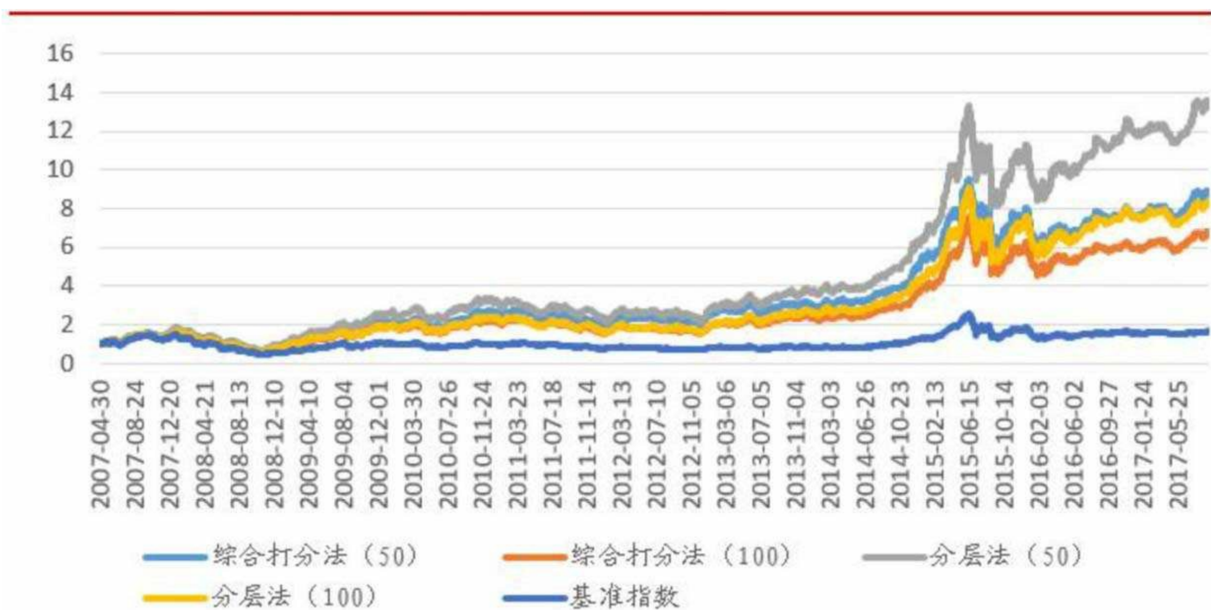


图1-18 价值投资指标选股模型历史收益可观（来源：华宝证券）

最后总结一下本节，5句话：1.“坏”研报占比不高，可以规避。2.一只股票，关注的分析师越多，越适合通过比对研报来指导投资。3.对个股来说，看具体的预测指标比看结论更有用。4.为修正“年报效应”，可以每年5月后看深度报告，无视一切业绩点评类研报。5.研报可能更适合指导较长期的、价值类的投资活动。

有的朋友可能会说，我想通过研报找到妖股。我只能回答，此路难通。确实，有些妖股暴涨过程中，总有研报的身影，但是，这类研报的动机和逻辑很难分辨，从而也就无迹可寻，只能靠灵光一现或宽广迅捷的信息渠道（不一定是内幕信息），因此操作性很差；同时，妖股“成妖”的过程往往不创造价值，而只是财富在不同人账户上的转移，这种博弈可能不适合绝大部分普通投资者。唐伯虎有首诗，告诉您该怎么赚钱，赚什么钱，虽然有些迂腐，倒也不乏智慧：

言志

不炼金丹不坐禅，不为商贾不耕田。

闲来写就青山卖，不使人间造孽钱。

---

1. 本文主要内容为《毒舌研报》2017年6月20日文章《呸！中国分析师才不是中国男足！》。
2. “捷径”的主要内容来自《毒舌研报》2017年10月17日文章《5个秘诀，终结你与分析师的互害模式》。

4.好消息：研报越来越有用了

坏消息是时光飞逝。好消息是你是飞行员。

——西恩·埃利斯《超市夜未眠》

前戏够长了——本节结束后，我们将正式进入看研报的环节。

我知道，人们都想直接进入主题。生活中，我们往往忽略了前戏之美。前戏不是进入主题前的例行公事，前戏本身就具有很高的审美和体验价值。这有点像京剧，您去现场看过京剧吗？

其实京剧的故事都没法跟美国大片比，但是它逐渐把你的状态调整到很慢、很简单，然后有限的戏剧冲突就会产生极度震撼的舞台效果。我大概也是这样想的：我们接近一个事物，最好先想感受这个东西的外在美，然后再由表及里；如果我们认为它连外在美都没有的话，那么我们就应该尽快中止抵近的过程，节省阅读机会的成本。

这就是我啰唆了一章，还没给您看半毛钱研报的原因。

言归正传。从2016年以来，研报对于投资的指导意义逐步凸显，简单说就是，研报的价值越来越大了。

2017年年底，我对当年的年度策略研报做了一个梳理，结果发现预测准确率非常高，要知道，这些年度策略基本都发布于2016年11月，可见研报越来越有用了。(注)

印象中，过往年度，媒体和普通投资者都热衷于在年底把当年年度

策略拉出来鞭尸。但是站在2017年底回看2017年的年度策略，你会发现非常准确。

要点赞以下几位分析师：时任华泰证券（现广发证券）分析师戴康，海通证券分析师荀玉根，国泰君安分析师张华恩，时任东北证券（现华泰证券）分析师陈亚龙，上海证券分析师屠骏，他们都准确预期了“盈利修复”“盈利改善”的年度投资主线。

表1-4 2017年度策略准确的分析师观点汇总

华泰证券戴康	A 股主导因素过渡到分子端盈利改善。偿债周期到尾声，企业资本开支重新扩张，“脱虚入实”初见成效。盈利改善推动风险偏好提升，行业配置从上游转向中游。
海通证券荀玉根	横向比较 A 股估值不高，海外资金增配 A 股是趋势，大类资产比较 A 股是优良品，银行理财和保险配置压力巨大且已加配股票。新兴产业成长带动盈利改善。改革（国改+供给侧）深化，A 股盈利开始回升。
东北证券陈亚龙	主要经济体增长政策驶入积极财政时代，名义增速上行有望改善企业财务指标，房价上涨告一段落，股市和商品吸引力增加。
国泰君安张华恩	川普带动其他经济体同步财政扩张。从盈利修复逐步切换到风险偏好驱动的行情。权益类资产吸引力进一步提升。
上海证券屠骏	新保守主义（民族+民粹）席卷西方政治。宽财政和逆全球化。特朗普基建有色受益。中游定胜负，看是“滞后传导”还是“盈利修复”，鉴别关键点：原材料库存的回补是否会进一步带动产成品库存的回补、上游行业是否向中游行业轮动。

齐齐鲁也很庆幸2017年11月把盈利改善（图1-14中紫色字）作为一个关键线索，搬运观点的过程表现得还算精明。

要点赞中信证券分析师秦培景，他基本准确预期了大类资产预期收益排序，从高到低：周期品、股票、黄金、美元、房地产、债券。

表1-5 秦培景的大类资产排序观点

中信证券秦培景	从大类资产配置理解 A 股，房地产配置将明显降低，其他资产配置主动被动提升。人民币计价大类资产预期收益由高到低：周期品股票黄金美元房地产债券。在“三去”、“防泡沫”、“宽货币”、“紧信用”里做排列组合。

2016年11月，我针对2017年度策略总结了这样四句话：企业盈利改善，全球大搞基建，资金远离房产，超配权益解难。现在看，除了“全球大搞基建”这句，其他几句都是准确预测。当时分析师高估了特朗普的财政扩张力度，但是2017年外需复苏的确也是不争事实。

所以，从年度策略——这个分析师最艰难的任务——来看，准确性都有这么高，可见研报是越来越有用了。

2015年的“疯牛”和股灾之后，我们的市场正在经历深刻的变化，这些变化使得研报越来越有用。“券商中国”资深记者李东亮对此有精准的剖析(注)：

“每一个人，都不可避免地被裹挟进时代洪流，分析师们更是如此。

“最近一年来，券商研究发生了3件大事，明星研究所所长高利出任方正证券董事长，网红宏观分析师任泽平任职恒大拿下1500万年薪，新财富白金分析师刘元瑞即将出任长江证券总裁。

“分析师一度被冠以荐股‘算命先生’的名号，为何突然屡屡出现出任证券公司董事长、总裁，或者被非金融企业以出乎意料的高薪挖墙脚？

“从资本市场说起吧！今年（2017年，作者注）的A股创造了一个历史，代表蓝筹股的上证50指数涨幅已达25%，而代表全市场股票的中证1000指数却下跌了18%。中国平安、贵州茅台等蓝筹股动辄数十亿成交金额，而全天成交额低于2000万的中小盘股票超过1000只。

“这意味着，今年机构不仅赚得盆满钵满，而且享受着优越的流动性。而热衷于炒小、炒差的散户，今年不仅亏得一塌糊涂，而且想出也往往遭遇流动性危机。背后的原因很多：

“一是中国正在矢志不移地推进对外开放，资本市场估值体系和国外成熟市场接轨也是情理之中。

“二是为了稳定指数，更为了明年MSCI指数将A股正式纳入MSCI新兴市场指数前，A股蓝筹有一个合理定价，相关资金这两年明显加大了买入蓝筹的规模。

“三是一场由流动性危机引发的股灾之后，机构资金开始史无前例地重视流动性，买入蓝筹正是契合了这一需求。

“四是中国经济从高速增长转向中高速增长，加之国家强力去产能政策持续推进，实体经济鸡犬升天的日子已经结束了，各行各业的业务开始向龙头集中，蓝筹股的赢利能力得以提升。

“带来的直接效果是，中国资本市场从来没有离机构时代如此之近，**资本市场正在以极其残酷的现实，将喜欢炒作的散户清出市场，用**

盈利和流动性两项红利来迎接机构时代的来临。”

上面加粗这句话就是我想说的话。

散户炒股，从来不易。如果说之前10年，我们要面对庄家和狼（比如涨停板敢死队），之后10年，我们就要面对机构。所以，我们必须有机构思路。

什么是机构思路呢？机构大多偏重价值投资，各种主客观原因决定了这一点。所以，相比之下，机构比庄家和狼温和许多——他们更多地赚企业价值成长的钱，而不是从散户兜里直接掏钱。

从这个意义上来说，如果你和机构的想法更相似，你就很可能成为机构的同路人；如果你和机构的想法相左，你就可能成为机构的对手。

在这个机构时代，你应该怎么选择呢？如果你没有收割机构的实力，那么成为机构的同路人，无疑是最优选择。

研报是机构投资信息的主要来源之一，所以我的结论也很明确：

在机构时代，普通投资者要成为机构的同路人，要学着像机构那样，看研报。

下面，跟我一起，开始看研报吧！

---

1. 此处内容来自《毒舌研报》2017年12月5日文章《天下大势，分久必合，合久必分，分久又必合，合久又必分……》的部分内容。
2. 经作者允许，引用了“券商中国”2017年12月27日文章《券商研究接连三件大事，从高利到任泽平、刘元瑞，是被忽视的变局》部分内容。

第二章
研报第一眼

1.还是从策略研报开始吧

人生是永不停息的博弈过程，博弈意味着通过选择合适策略达到合意结果。

——冯·诺依曼

第一章我们说过，宏观研报是班主任，策略研报是班长，行业研报是各科课代表，公司研报是同学。

了解一个班级，应该先从哪里开始呢？原本我想带着大家先跟班主任谈谈，后来我想到，班主任可能不是最佳人选，原因嘛，你懂的；恐怕还是先跟班长谈谈比较好——你说是不是？班长既有讲政治的那一面，也有接地气的那一面。

让我们先从一个年度策略的观察入手(注)，2016年11月，我对券商发布的2017年年度策略做了以下观察。

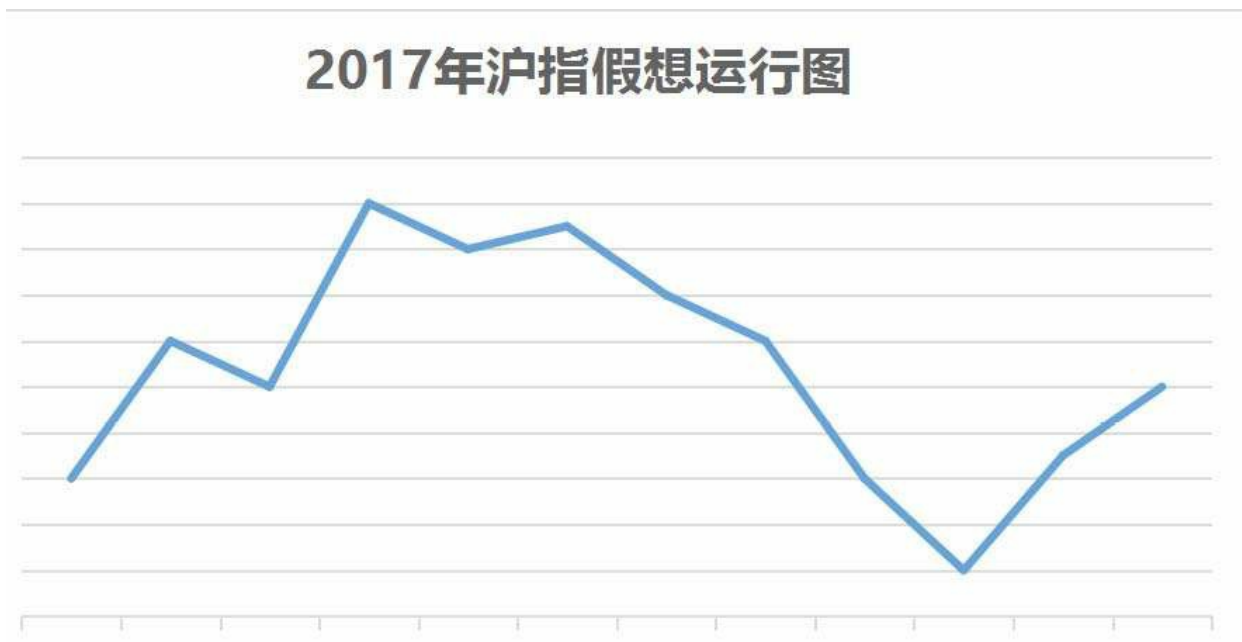


图2-1 根据2017年年度策略制作的沪指假想运行图

上面这幅图是当时根据9份年度策略的总体观感，以求最大公约数思路模拟的2017年沪指走势图。我故意把坐标删掉了，主要是为了看个形态。当然，其中也掺杂了我个人的一些看法。

在背景的灰色线，其实每个相差100点，如果按这样算，2017年沪指起点在3100点左右，收官在3300点左右，应该说这个图对点位的预计还是基本准确的。

这个图很像一只大象的脑袋吧？

当然，沪指2017年的真实运行形态是下面这样：



图2-2 2017年沪指实际运行K线图

我们可以看到，其实总的形态差别不大，但是大象的鼻子更长，全年高点出现在第四季度而不是第二季度。

真实运行形态更像个老鸭头。

总的看，如果以年度投资的角度，参考2017年的策略研报，不会有太大的问题：9份年度策略，几乎全部是看多2017年的，只是第二季度的分歧比较大。

在9份研报中，8份明确看多或调升了2017年A股的估值中枢。这8份看多的研报分别来自招商证券王稹、中信证券秦培景、申万宏源王胜、国泰君安张华恩、国联证券张晓春、华泰证券戴康、海通证券荀玉根和东北证券陈亚龙。

只有1份研报——也不能说是看空，反而——应该算有条件看多吧，重点看中游行业是否接着上游行业补库存，所谓“中游定胜负”。我个人比较喜欢这种给条件胜过下结论的研报，作者是上海证券的屠骏。

有4份年报预测了沪指运行主体区间，上限有两份研报估计为3800点，来自招商证券王稹和东北证券陈亚龙；其余两个都是3500点，来自国泰君安张华恩和上海证券的屠骏。关于下限，3个人——陈、张和屠都是2800点，王稹是2900点。

关于季度高点，有3份研报进行了预测，其中还有针锋相对的分歧：王稹预测第二季度高点3600点，中信证券秦培景也认为第二季度较好；而张华恩则认为第二季度股指压力最大，第四季度（十九大之后）才迎来最佳进攻时机。

关于风格运行，有两份报告进行了明确预测且结论大体一致：申万宏源王胜认为上半年价值，下半年成长；国联证券张晓春认为先周期后成长。

齐齐鲁要提醒大家的是，对于年度策略，结论是可以看看的，毕竟每个人都愿意在心里提前刻画一下市场的基调，至于具体形态——到底是大象头还是老鸭头，只要你猜，就有可能错——所以我们说，应对比预测更重要。

比结论更重要的是逻辑，也就是分析师告诉你，他们为什么看多。换言之，你要熟悉策略分析师思考的基本线索，因为分析师作为一个整体，在市场上拥有相当话语权，整天四处路演，所以他们想的说的，过段时间就会成为市场想的说的。

倒不一定准，但是从行为金融学的角度看，这就跟五日均线一样，信的人多了，意义就随之产生。

所以就有了下面这张表，同样的观点用同样的颜色来表示，你看看哪种颜色出现的次数比较多和集中，就代表了哪些观点在分析师的思路中占比更大。

表2-1 标签化的2017年度策略

	主要观点
招商证券王稹	波动率低迷，创业板波动进一步降低；机构配置向中大市值、绩优股靠近，公募配置积聚让板块估值发生巨大变化；稳健成长类中期超额收益；
上海证券屠骏	新保守主义（民族+民粹）席卷西方政治。宽财政和逆全球化。特朗普基建有色受益。中游定胜负，看是“滞后传导”还是“盈利修复”，鉴别关键点：原材料库存的回补是否会进一步带动产成品库存的回补、上游行业是否向中游行业轮动。
中信证券秦培景	从大类资产配置理解A股，房地产配置将明显降低，其他资产配置主动被动提升。人民币计价大类资产预期收益由高到低：周期品股票黄金美元房地产债券。在“三去”、“防泡沫”、“宽货币”、“紧信用”里做排列组合。
申万宏源王胜	中美欧财政扩张，房地产的钱、外资的钱和配置机构（银行保险）的钱，十九大改革预期升温，多重上行催化共振。
国泰君安张华恩	川普带动其他经济体同步财政扩张。从盈利修复逐步切换到风险偏好驱动的行情。权益类资产吸引力进一步提升。
国联证券张晓春	经济处于复苏阶段，根据美林时钟，股票>债券>现金>大宗商品，股市会迎来良机。
华泰证券戴康	A股主导因素过渡到分子端盈利改善。偿债周期到尾声，企业资本开支重新扩张，“脱虚入实”初见成效。盈利改善推动风险偏好提升，行业配置从上游转向中游。
海通证券荀玉根	横向比较A股估值不高，海外资金增配A股是趋势，大类资产比较A股是优良品，银行理财和保险配置压力巨大且已加配股票。新兴产业成长带动盈利改善。改革（国改+供给侧）深化，A股盈利开始回升。
东北证券陈亚龙	主要经济体增长政策驶入积极财政时代，名义增速上行有望改善企业财务指标，房价上涨告一段落，股市和商品吸引力增加。

我来统计一下：

1.紫色的“盈利改善”（“盈利修复”“财务指标改善”）在9篇报告中出现了5次，占比55.56%。也就是说，过半的策略分析师认为2017年A股盈利有望改善，并由此推动风险偏好的提升，为超配股票带来机会。这是一个微观的基本面因素。

2.黄色的“宽财政”（“财政扩张”“积极财政”）在9篇报告中出现了4次，占比44.44%。说明近半的策略分析师看好全球性的扩张性财政政策

背景，这当然会提升总需求、提高名义增长率并直接利好基建。这是一个宏观的基本面因素。

3.红色的“资产配置”在9篇报告中出现了5次，占比55.56%。说明过半的策略分析师认为，机构将超配A股，从而有望改善A股估值。这是一个资金面的因素。

4.绿色的“房地产”在9篇报告中出现了3次，占比33.33%。说明三分之一的策略分析师认为，房市资金有望向股市转移，这与第3点相关，也是资金面因素。

当时我针对这些观点总结了四句话：**企业盈利改善，全球大搞基建，资金远离房产，超配权益解难。**这就是策略分析师眼中2017年的逻辑。

事后看，年度策略的逻辑是非常正确的：2017年A股投资最大的逻辑其实就是“盈利改善”，我们看到，很多业绩坚实的个股（2017年市场最为追捧的“漂亮50”股）在2017年都有亮丽表现，而一些多年被忽视的个股（最具代表性的就是周期股）也因盈利改善而在2017年重新登堂入室。资金面的实际运行也印证了分析师的逻辑，价值投资成为主导力量，使得机构投资者超配的个股表现出色，整个市场的风险偏好确实有一定提高。

除了“全球大搞基建”这个预测稍有不准确外（主要是美国宽财政的进度不及预期），其他预测都基本准确。而全球虽然没有“大搞基建”，但全球总需求确实有巨大提升，2017年，中国企业出口是超预期的好。

最后我从方法角度稍做总结，后面几节还会详细展开。

1.从策略研报开始学看研报。

2.比较研究。不要只看一份研报，而是看同题的多份研报，比如上

面就是看了同题（年度策略）的9份研报。

3.寻找共性。也就是我做的那种标签统计，也可以说是一致预期。我不大赞成用最小公倍数方法，而是最大公约数方法。换句话说，如果这些聪明脑袋一致看错，那你也没办法。请注意，我并不是说要跟着大多数，而是说要相信大概率事件，或者说，相信最优秀的脑袋中的一致意见——其实在2016年11月的时候，这些分析师的一致性意见根本算不上是大多数的意见。

4.阅读量。上面这个小研究，总阅读量有五六万字。没办法，我都是逐字阅读，为了形成感觉，这块的工夫不能省，其实也不辛苦。你每天看微信里的垃圾文章总字数绝不止五六万字。

5.脱水。也就是一定的总结能力。年度策略的篇幅相对都比较长，你可以稍微动动笔（我也是在阅读过程中做笔记的），试着把每份研报讲的故事（也就是主要逻辑、中心思想）精简些，再精简些。如果一篇年度策略，你不能脱水到200字左右，要么就是分析师没写好，要么就是你的阅读理解能力比较差。

好，我用一个图再来示意一下，我对年度策略是怎么脱水的：

	主要观点
招商证券王稹	波动率低迷，创业板波动进一步降低；机构配置向中大市值、绩优股靠近，公募配置积聚让板块估值发生巨大变化；稳健成长类中期超额收益；
上海证券屠骏	新保守主义（民族+民粹）席卷西方政治。宽财政和逆全球化。特朗普基建有色受益。中游定胜负，看是“滞后传导”还是“盈利修复”，鉴别关键点：原材料库存的回补是否会进一步带动产成品库存的回补、上游行业是否向中游行业轮动。
中信证券秦培景	从大类资产配置理解 A 股，房地产配置将明显降低，其他资产配置主动被动提升。人民币计价大类资产预期收益由高到低：周期品股票黄金美元房地产债券。在“三去”、“防泡沫”、“宽货币”、“紧信用”里做排列组合。
申万宏源王胜	中美欧财政扩张，房地产的钱、外资的钱和配置机构（银行保险）的钱，十九大改革预期升温，多重上行催化共振。

表2-2 2017年度策略的脱水后内容

国泰君安张华恩	川普带动其他经济体同步财政扩张。从盈利修复逐步切换到风险偏好驱动的行情。权益类资产吸引力进一步提升。
国联证券张晓春	经济处于复苏阶段，根据美林时钟，股票>债券>现金>大宗商品，股市会迎来良机。
华泰证券戴康	A股主导因素过渡到分子端盈利改善。偿债周期到尾声，企业资本开支重新扩张，“脱虚入实”初见成效。盈利改善推动风险偏好提升，行业配置从上游转向中游。
海通证券荀玉根	横向比较A股估值不高，海外资金增配A股是趋势，大类资产比较A股是优良品，银行理财和保险配置压力巨大且已加配股票。新兴产业成长带动盈利改善。改革（国改+供给侧）深化，A股盈利开始回升。
东北证券陈亚龙	主要经济体增长政策驶入积极财政时代，名义增速上行有望改善企业财务指标，房价上涨告一段落，股市和商品吸引力增加。

以上算是我们的看研报第一课，讲了读策略研报的5个小方法。下面我们再结合策略研报讲细些，看看策略研报怎么读。

---

1. 此处内容来自《毒舌研报》2016年11月29日文章《九大券商描绘明年股市：熊样？牛心？是大象！》的部分内容，有改写。

2.这个故事告诉我们……

叙事，将故事从A点推进至B点直至Z点结束。

——斯蒂芬·金《写作这回事》

如果研报第一眼放在策略研报上，那么策略研报第一眼着实应该放在年度策略上。年度策略可能无法为你揭示一个短期的拐点，所以在实用性上甚至不如一篇策略周报，但正因年度策略被动地避开了很多噪音，也就使得它成为一家券商策略团队最认真思考成果的展现。

年度策略就是一个年度故事，这个故事通常都是完整的，有缘起，有运行，直到归于结论而寂灭。它会告诉我们：应该如何度过这一年。

在看年度故事的时候，还是要强调“不贪”，你希望年度策略全对，那是贪；希望马上就对，那也是贪。在读年度策略的过程中，很多事后证伪的东西可能更有价值，因为在长期投资中，思路可能比短时大盘涨跌更重要；同时，没有哪个策略团队能够做到准确预计每一次短期波动，所以，你也大可不必把精力放在寻找这样的神级团队身上。

2017年年初，我在《毒舌研报》专栏做了一次年度策略的通览，一年以后回头看，作为研报的搬运工，只要稍为用心，也能准确预测2017年股票投资的故事主线——当然，“准确”是属于各大机构分析师的。

稍加说明的是，这次年度策略通览也包含了一些宏观研报，但我选择的也大多是宏观研报中的策略部分，所以姑且都以策略研报论。这也说明了宏观研报和策略研报的一些交集，后面我们还会谈到。

专栏2：八大首席七位看好股票！2017资产应该这样配！[注]

各位毒友开工大吉！让我看到你们撸起来的袖子！

“天上不会掉馅饼”，2017年资产怎么整？

“小康路上一个都不能掉队”，2017年资产应该怎么配？

齐齐鲁系统梳理了2016年新财富评选宏观和策略10位上榜首席分析师的资产配置报告，其中，有8位首席分析师就2017年的资产配置发表了观点，分别是：海通证券姜超、兴业证券王涵、方正证券任泽平、申万宏源李慧勇、招商证券谢亚轩，海通证券荀玉根、安信证券徐彪和申万宏源王胜。

尤为值得注意的是，八大首席分析师中，有7位明确看好2017年股票资产的表现。

最看好股票，最看淡房产

八大首席分析师中，有7位明确表示看好股票资产在2017年的表现（详见表2-3），其中附加条件的有3位。海通证券姜超（去年新财富宏观冠军）认为，中长期的视角下，高股息股票存在机会；申万宏源李慧勇（新财富宏观第4名）认为，基建商品类股票有机会；安信证券徐彪（新财富策略亚军）认为，2017年晚些时候，股市机会会显现，ROE（净资产收益率）见底预期有望带来一波ROE牛市行情。[注]

在上述7位明确看好股票资产表现的分析师中，方正证券任泽平（新财富宏观季军）、申万宏源李慧勇、海通证券荀玉根（新财富策略冠军）和申万宏源王胜（新财富策略季军）这4位首席分析师将股票作

为2017年大类资产配置的首选品种。

相比之下，房地产资产则相对最为看淡，就低配资产明确发表观点的7位分析师中，有6位明确看空房地产资产，其中4位将房地产列为最不看好的资产类别。其中，任泽平的观点相对前期出现了一定修正，他认为房地产的投资投机属性已被政策否定，预计调整将持续到2017年底。㊟

最乐观和最悲观的预计

八大首席分析师中最乐观的分析师当属李慧勇，除最看好基建商品类股票外，他还看好债券、黄金甚至房产。具体建议是在第二季度后增配债券；从分散风险和博弈价值的角度看好黄金，但要买跌不买涨；此外，一线城市的房地产也在他看好的资产之列，资产大类的大概排序是股票＞债券＞黄金＞一线城市房产。李慧勇认为，一个重大假设是中美引导全球复苏，在这种情况下，资产配置将转向进攻性强的资产以及权益类资产。

八大首席分析师中最悲观的分析师则是兴业证券王涵（新财富宏观亚军），除了中长期看好利率债表现之外，其余信用债、股票和房地产等大类资产品种一律不看好。他的理由是，2017年货币政策中性偏紧，限制了资产表现的想象空间；此外，居民风险偏好下行，除了风险极低、收益稳定的利率债之外，其他风险类资产均不会有太好表现。

同样是看好股市，但首席分析师的心境大不相同，比较乐观的是荀玉根和谢亚轩，他们都认为2017年将迎来企业赢利水平的改善，谢亚轩还乐观预期2017年经济基本面会发生好的改善，从而有利于股市。

姜超则认为，随着货币紧缩的开始，滞胀开始步入中后期，现金将

逐渐取代商品成为配置首选。而一旦经济通胀再度回落，就会步入衰退期，债市和股市会重新迎来机会。

各大类资产得分排行榜

为了更加直观地体现八大首席分析师心目中大类资产配置排序，我们按看好加分（4分最高，依次降低分值），看空减分（-3分最低，依次增加分值）的方式，统计出了八大首席分析师加总的各大类资产分值，详情如下：

表2-3 八大首席分析师归总大类资产赋值

大类	得分
现金	5
债券	5
股票	21
房地产	-13
商品	3
黄金	2

因此，加总八大首席分析师的观点，2017年大类资产配置的顺序应该为：股票＞债券/现金＞商品＞黄金。房地产则要减配。

表2-4 八大首席分析师2017年资产配置观点

分析师	看多	看空	理由
海通姜超	现金（短期）、债券、高息股票（中长期）	房地产、商品	滞胀步入中后期，现金成为配置首选。一旦通胀回落步入衰退期，债市和股市会重新迎来机会
兴业王涵	利率债（中长期）	信用债、股票、房地产	货币政策中性甚至偏紧，居民风险偏好下行
方正任泽平	股票	房地产	股市基本面扎实，跌出机会；房市投资投机属性被否定，调整持续到2017年底
申万李慧勇	基建商品类股票、债券（二季度后）、黄金、一线城市房产		中美引导全球复苏，资产配置转向进攻和权益；黄金系因分散风险和博弈价值（买跌不买涨）
海通荀玉根	股票	房地产	股票估值不贵，大类资产横向比较性价比高，盈利改善
招商谢亚轩	商品、股票	债券	全球积极财政政策提升商品需求，基本面和盈利改善有利股市；宽财政不利债市
安信徐彪	债券、现金、股票（2017年晚些时候）	房地产、商品	衰退阶段债券好；滞胀阶段现金好；ROE 见底预期带来一波 ROE 牛市行情
申万王胜	股票、商品	债券、现金、房地产	股市风险溢价回归均值，性价比较高；长周期商品仍在底部

看过上述专栏后，不知您是否有了一些心得，我把我的一些想法归纳一下：

1.首先我们要清楚，阅读策略报告的过程中，我们想要什么。新科新财富宏观冠军郭磊说，他认为宏观研究的两大价值在配置和择时。对这个判断，我深以为然，策略研报也是如此。所以，我们看宏观和策略研报，尤其是年度报告，**要绷紧这根弦：重点解决配置和择时的问题**，也就是股、债、房、金和商品，你应该如何分配投资比例，何时配置以及再配置的问题。

正因如此，上述专栏2文章要解决的问题就比较集中，其实8篇年度策略和宏观报告的内容都很庞杂，令你会不时陷入到细节中，但如果我们清楚自己想要什么，报告主干就会一下子清晰起来。

2.关于**比较研究、广泛阅读和脱水**，这三招都用到了，比较了8位一线策略/宏观分析师的年度看法；阅读量在四五万字，用时也就一个上午吧；脱水这块，总结的中心思想基本做到了直接和简短，一目了然。这三招就不再重复了。

3.我还尝试使用了一种新的分析方法，就是根据分析师的意见，为每类资产赋值（见表2-3，从+4分到-3分不等），分值取决于分析师看多和看空的资产排序。其实这个方法也是前文所说的“寻求共识”的一种表现形式，当时我的想法是**：对于普通投资者而言，只要找到两类资产——主流意见集中看多的和主流意见集中看空的——超配前者而规避后者就可以了。**

从结果来看，效果还是不错的。得分25分的股票的确是2017年表现最好的资产之一（当然也是结构性好），而得分-13分的房地产也的确不适合在2017年投资。当然，这个结果也会帮您规避掉得分为5分的债券和现金，债券确乎是2017年的一个投资坑；也会导致您错过得分为3

分的商品，商品在2017年特别是上半年表现很好。相比之下，规避掉的和错过的可能都不重要，只要在2017年买入股票不碰房产，那么收益还是中规中矩的。

4.**当然，第3点所述还有很大问题，那就是分数只能反映总量而不是结构。**就像股票虽然得分高达25分，但是在2017年，如果你买的是中小创股票，你的结果很可能还是非常悲催。这个问题怎么办呢？

这就需要我们甄别分析师的逻辑（当然，这也属于事后诸葛亮）。请看表2-4的最右侧一列，在看好股票的分析师中，方正、任泽平和海通荀玉根讲的是估值逻辑（跌出机会或估值不贵），换句话说，就是要你甄别哪些股票估值不高，这显然不是中小创；申万王胜讲的是均值回归（其实这就是我们熟知的、古老的东方逻辑：分久必合，合久必分），这与估值的逻辑是一个硬币的两面，换句话说，就是要你甄别哪些股票偏离得多且为何种方向的偏离，负偏离多的股票显然是大票，而正偏离多的显然是小票；安信徐彪讲的是ROE（净资产收益率）的改善，实质就是企业经营绩效的转好，这确乎是2017年结构性牛市的一个重要逻辑，这种情况也较多发生在行业龙头企业中；而申万李慧勇和招商谢亚轩讲的是全球复苏，这是一个宏观的基本面变化，这个逻辑的确也构成了2017年经济运行的重要背景之一，而且他们推荐的股票板块也因此相对更明确，直接参考就好。

我在2017年初的时候，在这篇文章中，对结构的分析是缺失的，这点必须承认。但是当我写作本书并回头看的过程中，却惊讶地发现，其实分析师已经努力揭示了结构问题，尽管当时他们中的有些人也显得懵懵懂懂（面向未来，这是很正常的状态），但是研究的积累功不唐捐，需要的时候，就能帮到他们得出结论。

另外的意义是，对一种现象的揭示，会有多少条道路啊。这中间的确存在分析师的路径依赖，比如谢亚轩历来就专长于外贸分析，徐彪

2016—2017（再早的我没仔细看过）多篇研报都从财务角度出发，周金涛则从周期的角度开展分析。这些专长放在一个分析师身上，都难免有单因素解释问题的嫌疑，而当他们形成共识的时候，在我们阅读者眼里，那就是非常好的多因素解释格局。

所以，未来，在我们逐步熟悉分析师以后（只要多看常看，自然会有心得），我们会**对“比较研究”“大量阅读”和“寻求共识”**这三个方法，有更进一步的理解。

5.最后是个附加的问题，可能您会问，像债券、商品乃至黄金这类资产，普通投资者不好配置。这其实是另一个问题，您的确应该熟悉这些投资门类，而不仅仅是炒股，但这个要求也的确比较高。其实，通过相应的指数基金、分级基金都可以实现配置，但那需要专门花时间学习。而这个问题，并不在本书的解决范围内。

最后总结一下：从年度策略开始，熟悉策略研报。我们通过年度策略了解分析师眼中的年度故事，并汇总他们的故事，寻找故事中被很多人提到的中心思想（就像故事有不同的讲法，但内核如一），挖掘中心思想背后的结构性机会，多角度印证某一个投资方向。

现在，你可以着手构建一个属于自己的年度故事了。相信我，你不需要任何基础，只要你能一个字、一个字地读完10篇年度策略，当然，最好做些笔记和摘抄。

---

1. 此处内容来自《毒舌研报》2017年1月3日文章《八大首席七位看好股票！2017资产应该这样配！》的部分内容，略有改写。
2. 2017年股市运行的实际情况说明，高股息股票、基建商品类股票和ROE牛市行情均成为现实。
3. 最看淡房产的观点也总体上被2017年房地产市场运行所证实。

3.有没有说完就灵的策略？

那神仙要不要有证书呢？谁来发呢？

——樊馨蔓《世界上是不是有神仙》

首先说明，引用这句话并非赞同她的观点，只是为了说明这个意思：总是有人相信世界上是有神仙的，我们要充分预计世界的丰富性，对于迷信，我们不见得支持，但也能坦然接受。

在前面的内容中，我说过两个经验：第一，总体看，研报比较适合偏长期的价值类的投资作为参考；第二，在策略研报使用中，建议多看长期策略，比如年度、半年度策略，多关注策略背后的逻辑。

那么，有没有很灵的短期策略呢？如果我们不忽视短期策略的话，那么我们应该怎么看短期策略呢？本节，我们解剖一个麻雀，来说说这个问题。注



图2-3 2017年最大幅度的一次下跌

上图是2017年全年最大幅度的一次下跌，发生在4月11日至5月11日之间，说是全年最大跌幅，其实也就不到300点，但在当时刚刚度过异常波动、神经还很脆弱的市场看来，也已经足够恐怖了。

而就在这波下跌的第一根像样的大阴线（如图2-3白色箭头所示）那天，海通证券首席策略荀玉根恰好发了篇报告，题目是《股市的季节效应——从“Sell in May”说起》，“Sell in May”就是“五月份要卖”的意思，咱们类似的说法是“五穷六绝”。

其实荀玉根蛮有意思，在此之前他一直是看多的，而且回头看他的逻辑是非常正确的，这个逻辑贯穿了2017年股市以白马龙头股为代表的结构性上涨。

为何 A 股坚不可摧？

投资要点：

- **核心结论：**①3 月来市场担忧和利空不断，如美联储加息、地产政策收紧、21 日海外市场大跌、23 日 B 股大跌等，A 股却坚不可摧，核心是基本面持续改善。②去年 12 月来 A 股振幅再次收窄，3 月仅 2.5%，历史月均 9.4%。参考过去阶段性振幅收窄后行情和中期震荡市波幅，结合基本面分析预判市

图2-4 荀玉根研报截图

消费升级：稳稳的幸福

投资要点：

- **核心结论：**①一批消费白马股正在创新高，63 只接近历史高点个股中，36 只属于医药、消费电子、食品饮料等偏消费行业。②历史三轮消费行情，05/6-07/10 源于经济繁荣，09/8-12/7 赚经济复苏、高通胀的钱，13/1-15/6 新兴消费赚估值的钱。③这轮消费行情源于经济企稳、消费升级推动盈利改善，是稳稳的幸福，16Q3 白酒、家电净利润增速从之前负增长回升至 10%、21%。

图2-5 荀玉根研报截图

但是4月初他突然翻空了，结合4月份的市场走势，这属于精准翻空，如果考虑到报告的制作审核周期，那么荀玉根就是提前精准翻空。

股市的季节效应——从"Sell in May"说起

投资要点：

- **核心结论：** ①对37个海外市场历史数据研究发现，其中35个市场有Sell in May效应，与假期和季节性情绪有关。②1990年以来上证综指5-10月涨幅均值为4.6%，11月-次年4月为20.2%，也有Sell in May效应，震荡市环境中也较显著。③A股季节效应与5-10月政策淡季和基本面变化有关。今年仍是中枢抬升的震荡市，中间或有波折。

图2-6 荀玉根研报截图

理由是一个股市中多年有效的魔咒，英语是sell in May and go away（五月卖出离场），中文是“五穷六绝”。荀玉根2016年5月就写过这个事情：

策略专题报告 | 2016年05月20日

Sell in May效应

——以海内外历史为鉴

投资要点：

- **核心结论：** ①对37个成熟与新兴市场历史数据研究发现其中36个市场存在"Sell in May"效应，1997年至今数据显示A股市也存在此效应，5月初卖出10月初买入的累计超额收益200个点。②国内外共同特征：制造业的"Sell in May"效应最显著，消费类行业最弱。③海外专业研究认为季节、假期等对情绪的影响是此效应的主因，A股则与5-9月整体处于政策淡季有关。

图2-7 荀玉根2016年研报截图

其实荀玉根2017年4月14日的报告与2016年5月20日的报告，内容上有很大的雷同性，但你若认为荀老师只是简单地把报告抄了一下的话，就大错特错了。

根据我回头看的感觉，2016年5月，荀玉根关于“Sell in May”的报告，可能是一篇“真报告”，也就是说，他回头观察了这样一个有意思的历史规律，在A股是管用的：每年5—9月股市的收益大幅低于一年内其他时间。他发布报告是在2016年5月20日，此时5月已快过去了，而且市场确实也已经跌过一波了。

而2017年4月，他的报告则是“刻意为之”，因为报告发布的4月14日，距离5月的开始还有半个多月，距离5月的结束则还有一个半月哪。

我们来梳理一下荀老师的主要观点：

1.海外看，37个主要市场中，有35个存在sell in May特征。境外研究者的主流解释归结于季节因素、假期因素、白昼因素和气温因素（因主要经济体和市场在北半球居多）。

2.中国市场也存在sell in May特征，自1990年开市以来，“上证综指当年5—10月涨幅均值为4.62%，而当年11月—次年4月涨幅均值为20.17%”。但需注意：

首先，制造业的sell in May效应更明显，包括钢铁、建筑、交运、轻工等。换句话说，对很多周期股而言，5月卖出是正确的选择。

表2-5 荀玉根研报截图，制造业sell in May效应明显

行业名称	当年5-10月收益率平均数	当年11月-次年4月收益率平均数
钢铁	-0.42	22.54
建筑	0.04	32.10
交通运输	0.06	18.77
轻工制造	0.34	26.25
建材	0.91	34.76
电力及公用事业	0.93	20.96
纺织服装	1.48	30.07
家电	1.82	31.39
综合	2.22	32.58
餐饮旅游	2.35	28.57
煤炭	2.47	20.61

其次，震荡市中，sell in May效应更明显，2017年，在当时的理解

中肯定被归为震荡市。

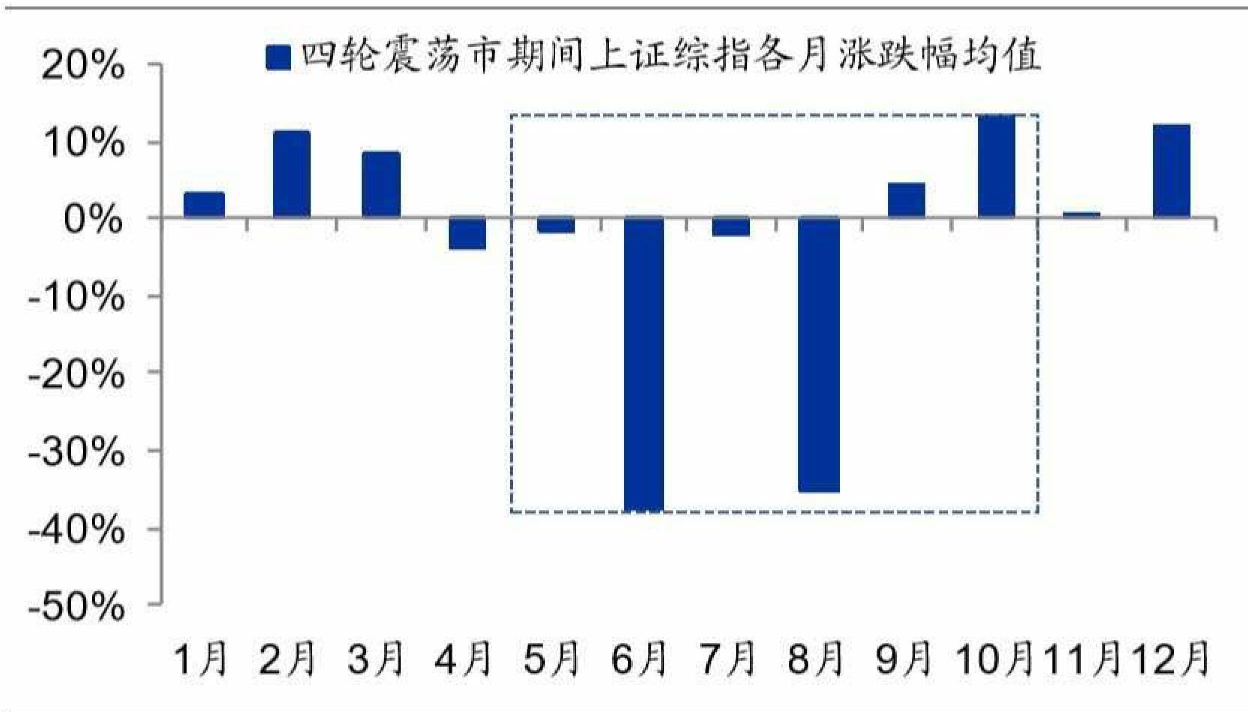


图2-8 荀玉根研报截图，震荡市中，sell in May效应明显

2014年，荀玉根是新财富策略季军；2015年，策略亚军；2016年和2017年，则蝉联策略冠军。

你看到了吧，这就是一份典型的说完就灵的策略研报。

还有一些说完就灵的策略研报，则可以帮你规避掉一些短期的投资陷阱。㊟

2017年春天，雄安新区建设的千年大计甫一面世，相关概念股就发生异动。然而，如果你这时仔细看了长江证券策略分析师张宇生的研报，或许就会对相关概念炒作保有一份理智。

雄安新区建设的消息公布后，行业研报是最先开始群情振奋的，当时是这样的画风：

表2-6 雄安新区建设思路出台后的部分行业研报标题

- 交通运输：雄安带路共振
- 房地产：雄安概念股
- 建筑和工程：园林助力雄安
- 计算机：雄安概念可持续性强
- 机械：雄安新区主题
- 环保公用：雄安带动生态投资
- 纺织服装：雄安推动
- 旅游：Q1赴欧人数同比增103%，雄安引爆
- 非银：雄安概念提振市
- 电气设备与新能源：河北风电建设方案发布，雄安新
- 汽车：雄安新区设立，汽车行业
- 通信：雄安新区树标杆
- 建材：守住优质公司切实受益雄安主
- 化工：雄安新区设立，关注化
- 有色金属：17家央企力挺雄安建
- 轨交装备：轨道交通搭建雄安新区
- 军工：看好雄安受益军工股，重
- 食品饮料：雄安新区，也是白酒的盛
- 汽车：一张图看懂长城汽车与雄安新区
- 建筑装饰：雄安新区设立，建筑板块有望
- 电子元器件：河北雄安新区设立利好电

此时，如果你仅从行业研报的角度入手，那么，就很容易加入炒作大军，成为光荣的接盘侠。但是，如果你把日历往前拨弄1400天，就会发现2013年上海自贸区政策出台的时候，也是这样一派光景：

表2-7 上海自贸区政策出台后的部分研报标题

- 交通运输：上海自贸区获批，利好上
- 房地产：自贸区获批意义非凡，打
- 餐饮旅游：上海自贸区方案获批
- 商业零售：上海自贸区获批，中
- 纺织服装：白马表现平淡，上海自贸区概念
- 非银行金融：自贸区概念主题投资—相比地
- IT：上海自贸区开闸，影响云计算等
- 钢铁：自贸区、土地流转等概
- 银行：自贸区内金融业自由度提
- 传媒：关注自贸区挂牌
- 化工：上海自贸区拟建国际原油期货

从市场原则讲，雄安的预期差很大，看起来值得投入，那么该如何把握投资节奏呢？

长江证券分析师张宇生在一篇研报中做了梳理——研报名字恰是《如何把握“雄安新区”的投资节奏：温“上海自贸区”之故》。

主要结论如下：

1.地产物流最强，为首选板块，次选是交运、建筑和金融。我们如果把物流、交运和金融作为上海的本地特色，则值得雄安参考的，也就剩下地产、建筑——事实上张宇生也是这样推荐的，首推地产，次及基建。

2.能炒1个月。是的，你没看错，当年上海自贸区概念也堪称响当当划时代，“牵一发而动全身”，但是就炒了1个月。从2013年8月22日获批设立，到9月26日“龙一”外高桥跌停，也就炒了1个月——还没等到上海自贸区9月29日挂牌。



图2-9 上海自贸区概念走势

还有张宇生没说到的，我再点评两句过过瘾：

3.炒完以后一地鸡毛。



图2-10 上海自贸区概念股“外高桥”走势

在自贸区政策公布后，外高桥前复权最高涨到62.99元，至2017年4月则为19.75元。2015年大牛市也没回到高点，炒得越凶，受伤越重。

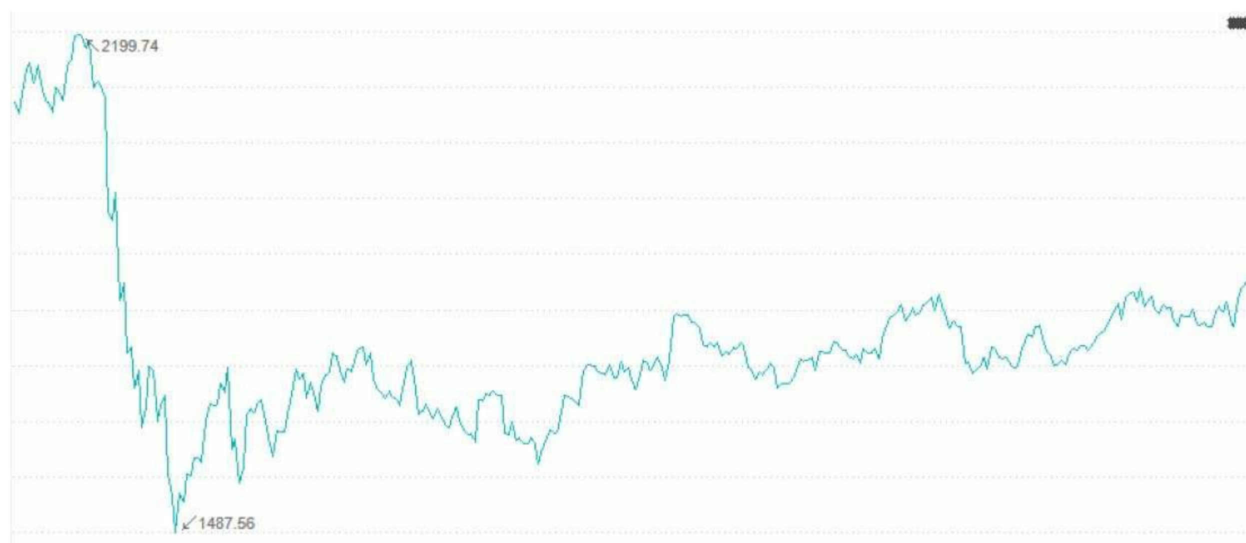


图2-11 上海自贸区概念指数走势



图2-12 上海自贸区概念股“浦东金桥”走势

浦东金桥用15个月横盘，靠迪士尼概念和2015年大牛市获得解放。



图2-13 上海自贸区概念股“陆家嘴”走势

陆家嘴的走势也大概如此。当然，陆家嘴和浦东金桥这两只股票，如果长期持有还是能够赚钱的。

不过，在2013年10月这波炒作完毕，且回调30%的时候，能拿住陆家嘴和浦东金桥的概率非常小，而且如果此时坚定持有外高桥，则结果必然伤筋动骨。

当时，主要参考了张宇生的研报，齐齐鲁在专栏中提醒：研报告诉我们，雄安还能炒1个月，炒地产基建（反正你也买不到），炒高了慎重接盘，接盘了就对着后面刊发的理性报告默默哭……

事实证明，1个月都已经属于超乐观估计了，雄安概念大概只炒作了不到两周时间。

例子举到这里，说明确实有“说完就灵”的研报存在。而你一定非常想知道，如何才能在海量的研报中找到这类“说完就灵”的研报。我要说，确实，没有哪位分析师是手持“神仙证”的，即便是新财富的策略分析上榜分析师，也是各领风骚两三年[注]：

“早期数年间，申万、中金、中信鼎足而立，申万陈李、徐妍三连冠，国泰君安宏观与策略也均较强，华南的招商、国信各上榜两次和一次。2007、2008年起，程定华（安信）和周金涛（长江、中信建投）相继崛起，并保持在行业前列。2009、2010年，中信于军领衔中兴，近几年来（注：2011年到2013年），兴业张忆东团队和穆启国（华泰联合、川财）持续耀眼。而去年底以来，程定华从卖方研究一线的淡出，以及海通、广发、国泰、君安、华泰、川财等策略团队的再造，使得券商策略江湖真正进入多极化。”

事实上，对上述两份研报为代表的“说了就灵”类研报的挖掘，我有以下一些心得：

1.有两个线索可供参考，一个是人，一个是事。

2.从人的角度来说，优秀策略分析师的成长过程是有清晰路径的，就像一件宝贝应该传承有序。荀玉根就是比较典型的，近年来你可以清晰地看到他稳步上行直到霸榜的态势，所以在策略分析师中，我对他一直保持着关注。而且，荀玉根还有个长处，就是有一些“招”，实用性比较强，例如他的《A股四大简单制胜法宝》，自己筛选一下基本可以拿来就用。眼下同样值得你保持关注的策略分析师还有王胜、戴康、张华恩、廖凌、张夏、陈亚龙等几位。除了王胜功成名就以外，其他5位都是我认为面向未来的。

3.从事的角度来说，所谓事件的“说完就灵”，无非更针对事件性投资等主题投资，对这类投资，由于长期看多半是“打哪儿来，回哪儿去”，所以我基本上一概选不支持的、负面的，不会出大的错误。特别是近两年来A股炒作风大为改观（试想雄安概念都没炒起来，那还有什么能炒起来的），事件炒作、主题炒作的策略更是不要太多关注了。换句话说，从安全的角度讲，我们就不提倡普通的散户朋友参与事件和主题炒作。

4.自然也有一些中长期逻辑，也是“说完就灵”的，但那种上涨很可能是随机出现的。这种策略研报我们很喜欢，但因逻辑不同，我们不能归纳到“说完就灵”的类别里面，否则就是把螃蟹和蜘蛛归到一类了，后面我们还会专门说到这类研报。

5.像雄安这类大事，你可千万别先看行业研报，因为你会感到非常无所适从。更好的办法是关注策略研报，而在策略研报中，又要更多地关注基于历史和经验研究的那类研报——因为此时面向未来，没有人能够说清楚投资方向和重点。

6.最后还有一个市场风格的深刻变化。有过一定投资经历的朋友，一定不会忘记旧年程定华、张忆东等策略牛人对市场拐点的判断，而近两年市场的波动性大降，2016年第三季度，天风策略徐彪甚至半开玩笑地发出了策略分析师将要下岗的苦叹。在这样的背景下，确实，我们也不应该把主要精力放在探寻拐点的问题上，估计这种局面还会持续相当长时间，或许直到下一个鸡犬升天的牛市到来为止。

“说个很悲伤的故事，如果未来几年时间还和今年一样，那么我们所有的策略研究员最好的选择就是下岗。（2016年）2月份到现在，A股市场波动区间是300个点，就是在2800点和3100点之间，整整半年时间了，照这个趋势下去，所有看多看空都没有价值，因为最后波动消失了。”这是著名策略分析师徐彪2016年8月27日发出的感叹。

下面是齐齐鲁按沪综指计算的日内点位波动和振幅情况（2017年8月16日至10月31日）：

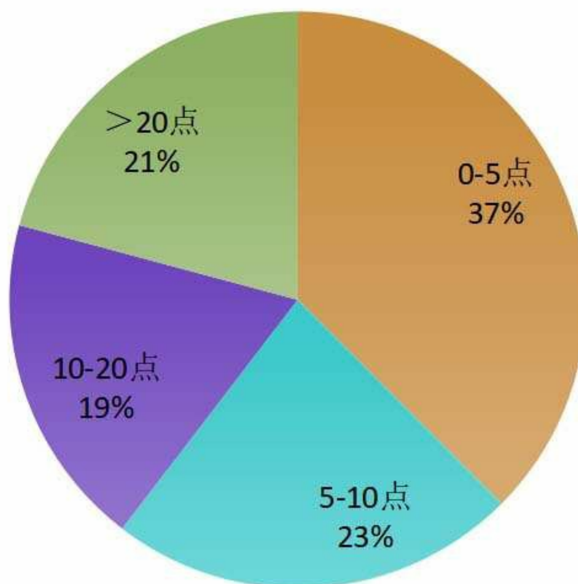


图2-14 2017年8月16日—10月31日沪指开盘、收盘点位差

日K线实体0～5个点位的比例不是我编的，最极端的情况是10月27日，沪指开盘3112.60点，收盘3112.35点。还有10月20日，开盘3084.91点，收盘3084.46点。9月7日，开盘3091.33点，收盘3091.93点……

日内振幅

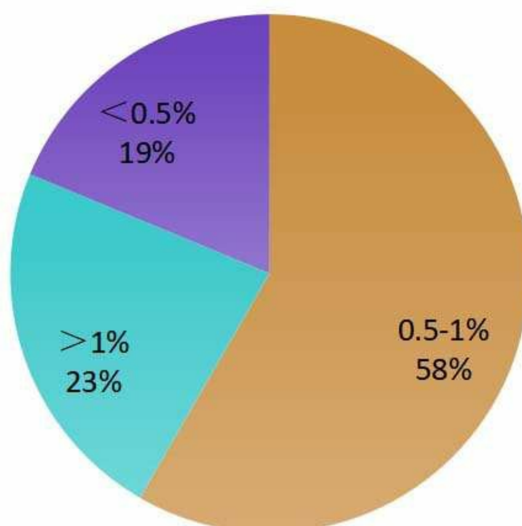


图2-15 2017年8月16日—10月31日沪指日内振幅

重点在日内振幅低于0.5%的比例竟然有两成。

“从前的日色变得慢，车、马、邮件都慢，一生只够爱一个人，300点可以磨一年。”

在这样的格局中，我们更是无须把主要精力放在“说完就灵”类的策略研报上。

---

1. 此处内容来自《毒舌研报》2017年4月18日文章《荀玉根精准翻空：五月将至，你卖不卖？》的部分内容，略有改写。
2. 此处内容来自《毒舌研报》2017年4月11日文章《雄安概念还能炒1个月？》的部分内容，略有改写。
3. 下文引号部分内容引自沈大伟先生的个人观察《那些年我们一起追的王牌A股分析师们》，2014。

4.宏观策略，挖掘一条投资主线（上）

流动的水没有形状，漂流的风找不到踪迹，任何案件的推理都取决于心。

——青山刚昌《名侦探柯南》

如果整个策略分析师群体是一个身体，那么可以开门见山地讲，处于头部位置的优秀分析师，大多准确预测了2017年的投资逻辑主线，你如果保持关注的话，会比较容易地做好2017年的投资。

表象上，这条主线是白马龙头为代表的“漂亮50”行情，从背景看，则宏观背景无疑是供给侧改革（不同派别的表述和认知路径会有不同，但也属殊途同归），微观背景则是行业企业的剩者为王带来的ROE改善。

坦白讲，《毒舌研报》栏目对2017年全年行情的认识有一个过程，一开始是错误连连的，后面才逐渐转向，但也正是因为这个栏目定位为研报的搬运工，所以搬运的内容庶几不差。在结集过程中，通过对专栏文章的系统回顾，我更是坚定了看头部分析师和主流共识意见的信心。同时，这个过程也给我（我自然也是初学者）一个启发：即便从纯博弈的角度看，一个主线的崛起也事非偶然，股市投资中巨量的真金白银砸下去，才能启动一条线索的行情；而行情真的启动后，因动能庞大，要想止步也是极难的。

所以结论就是，这与我们A股历史上习惯的主题投资不同，各领风骚三五日已经不是当下的风向，当下要启动一条主线，时间既长，动能也大，会给你充分的时间窗口上车。

这就是为何我反复强调：现在是看研报炒股的最好时期——当然，风格总会变化，但经过这种历练，有助于我们更快更好地适应今后的风格变化。

下面我就以2017年《毒舌研报》栏目对白马龙头这条投资主线的忠实记录作为蓝本，探讨一下，我们应该如何通过头部分析师和主流共识意见，挖掘一条年度级别的投资主线[注]。

无论承认与否，供给侧改革都是2016—2017年行情的重要背景。年初和第三季度的周期股，2017年第四季度以来的消费白马股，其实都是“转型宏观”研究框架（后文在讨论宏观研报时还会涉及这个主题）下，反映经济运行的标的。

如果把宏观经济的运行赋以江山之大，那研报就是渔竿。当然，渔竿是用来钓鱼的，就仿佛研报是作为工具辅助投资的；只不过在这场游戏中，玩家总会认为，鱼获丰满，乃是因洞悉了江流山矗的巨大秘密。那么，这些渔竿，又是谁递过来的呢？

华泰戴康首倡供给侧慢牛启动

2016年8月22日，“国务院组织的10个督查组，开始陆续奔赴各省市开展去产能督查”。《21世纪经济报道》当时的报道说，全国钢铁、煤炭的去产能进度只完成了计划的47%和38%，尚未过半。此前3个月，煤炭业推出了276天限产政策，煤炭和上下游业界一片哗然——顺理成章的结果是，煤价应声而涨，煤炭上市公司在两个月时间内获得了17.36%的绝对收益。

华泰证券戴康，可能是这一年里被低估的一位分析师。2016年初夏，他刚刚离开国泰君安，到华泰证券自立门户——对于这位明星的乔

永远团队“二当家”、华泰证券新任首席策略分析师来说，迅速建立个人名声远非一件私事。

8月25日，戴康的《供给侧慢牛启动——供给侧慢牛系列之一》发布，成为一年来较早揭示“供给侧改革-慢牛行情”这对逻辑关系（注：这个关系仍有待证实）的研报——8月份也有其他研报，但是缺陷在于太集中目力于煤炭行业，只见树木，没见森林。

戴康认为，分母端(注)存在预期差，“三去一降一补”组合政策力度超过预期，例如煤炭限产带来煤炭股的行情；分子端则会迎来龙头企业的ROE改善，“政策自上而下地推动市场优胜劣汰加速，提升行业集中度，改善行业龙头的毛利率，行业龙头的盈利是会边际向好的”。

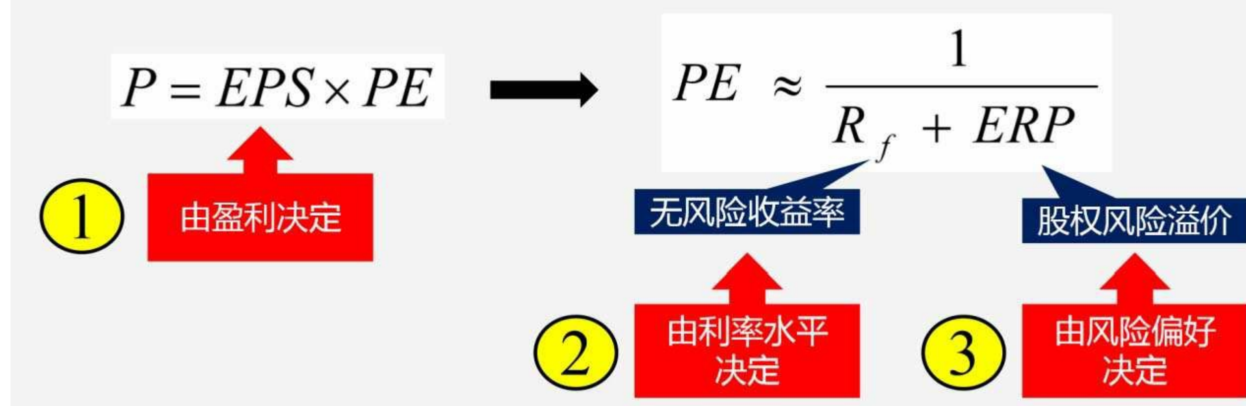


图2-16 广发证券陈杰根据经典原理，对“分子端”“分母端”因素的分解

好个“龙头”！这听着多么顺理成章，那毕竟是行情走出模样之前一年啊。

李慧勇立论“剩者为王”

话说2016年第三季度的策略研报中，把供给侧改革当作基本面分析的还是少数——煤炭、钢铁涨得好，行业分析师倒是动起来了，攀上个政策面的较大预期差确实也不容易。相比之下，策略分析师大多还把这当成题材。

既然是作为题材，当时比较火的供给侧题材，一是债转股，二是PPP。所以，这个阶段的供给侧研报，大多根据时尚把热点落实到这两个题材上面。就算首倡“供给侧慢牛”的戴康，在这个系列的第二篇至第五篇也连写了4期债转股，直到系列第六篇才推出了他的“黑金组合”——这还是来得及的，当时才2016年9月初。

大家都知道，债转股和PPP都没有成气候，说明在供给侧研报的初级阶段，炒概念的意图仍然占上风，这种情况随着分析师将“供给侧改革”向“剩者为王”的方向解读而发生了改变。

2016年9月21日发生了一个大事件：宝钢武钢发布重大资产重组进展公告，宣布宝钢拟换股吸并武钢，“中国神钢”呼之欲出，成为供给侧改革的里程碑事件。

于是，供给侧研报开启了一个重要分论题，就是“剩者为王”。事实上，“剩者为王”的逻辑更加直接和显著，深刻地影响了一年来个股的遴选标准。

9月30日，申万宏源分析师李慧勇发布《顺势而为，剩者为王——基于中报的供给侧改革行业影响及投资机会分析》，旗帜鲜明地提出了这个投资线索。这篇报告基于对煤炭、钢铁、有色、建材、石化、机械六大行业中报的分析，重点聚焦于企业偿债能力、产品价格、成本、税负、效益五大变化并提出了预测。总的结论是：煤炭——供给侧去产能进入中后程，第三季度效益将改善；钢铁——去产能提速，对改善供需矛盾，提升赢利能力有期待；有色——2016年第一季度商品均价是下行周期价格低点，第三季度趋势向好；建材——第二季度回暖，盈利改善

明显，下半年经济度继续回升；石化——行业呈现分化，炼化向好，钻采、油服承压；机械——底部艰难复苏。

该报告总页数86页，是2016年第三季度末最具代表性的“剩者为王”主题研报。此后，“剩者为王”从煤炭等行业的单业探讨成为解剖供给侧改革整体机会的一个重要论点。

利润改善？红了樱桃，绿了芭蕉

与“剩者为王”一样，“利润改善”是另一个探寻供给侧改革投资机会的重要分论题——两者有一定联系，但也有区别。如果说“剩者为王”是点的机会，是玉娇龙夜盗青冥宝剑，那么“利润改善”就是面的机会，是谭盾紧张急促的鼓点。

于是，“利润改善”作为“剩者为王”的背景/结果（这可能确实是个互为表里的关系），自然顺理成章地纳入供给侧研报。

利润改善是从2016年7月开始的，7月工业企业利润同比增长11%，比6月加快5.9个百分点，接近3月11.1%的全年高点。8月PMI为50.4，重回荣枯线上方，但重点在于分化。

东北证券陈亚龙的《供给侧改革的“阶段性、局部胜利”——从PMI与工业利润说起》是此时有代表性的一份研报，他揭示了两种背离：一是8月发电耗煤、粗钢产量、高炉开工、房车销售数据较好，但7月信贷、社融、地产、制造业、固投和民间投资数据不好；二是大型企业保持了较好景气，利润改善是一种分配结果，倾向于规模以上企业，这恐怕与积极财政和供给侧改革支撑有关。

这个揭示其实有提前量，可以作为“漂亮50”和“要命3000”的一个基本面洞见。

虽然是一位新晋策略分析师，但陈亚龙长期保持对供给侧改革的关注，几篇报告总体质量不错。

由于众所周知的原因，混改、减税、促进民间投资乃至双创等“血统纯正”的供给侧改革预期可能一时还不能进入快车道，这导致研报界的供给侧改革故事几乎只能围绕“剩者为王”带来的“价格效应”逐笔铺陈。

有一个观感是：尽管供给侧改革是一年来股市行情演化的重要背景之一，也是分析师讲述的最重要故事之一，但分析师所讲的供给侧改革是不是供给侧改革的原本教旨或全面内容，那就不得而知了。

好在，如果你充分把握了这些研报，用这根钓竿，你会在恢宏的轮回和宏大的叙事中，钓到超额收益，所谓“常想一二，不思八九”——这实在可算是股票投资的一件幸事。

---

1. 本节和下节内容来自《毒舌研报》2017年多篇专栏文章的部分内容，略有改写。所涉研报查询、统计均依据“知丘”网站，力求客观准确，但因作者的视野和体力问题，难免缺漏。

2. 分析师经常使用“分子端”“分母端”的因素来解释股价构成。根据公式，如图2-16，一般认为，企业盈利与股价正相关，是为分子端因素；无风险收益率和股权风险溢价与股价负相关，是为分母端因素。

5.宏观策略，挖掘一条投资主线（下）

命运也是推理的线索，神秘的事情也能看得清清楚楚……

——青山刚昌《名侦探柯南》

由于篇幅较长，怕大家读来辛苦，所以将一节内容拆成了两节。将2017年的投资主线回顾完毕之后，我会在本节末尾集中说一下挖掘这条投资主线的主要心得和方法。

索罗斯在其经典著作《金融炼金术》中，对“反身性”的概念有精到的总结，与物理世界不同，人类社会中，在反身性的魔术下，铅这种基本金属可以炼制成金，就如“涨价”这种结构性的国民收入分配效应，可以成为“新周期”。索罗斯多年前绘制的下图，正在又一次被贴切印证。

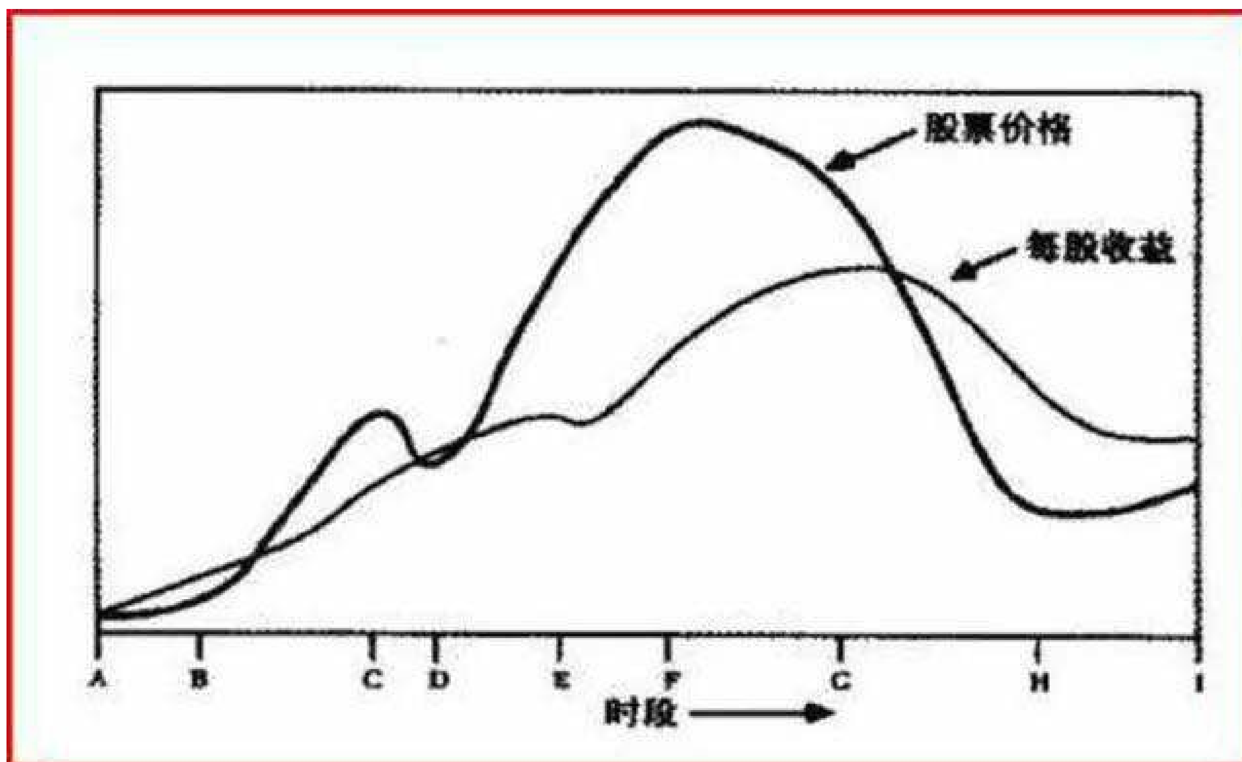


图2-17 索罗斯的“反身性”理论概念图注

如图，“起初，对基本趋势的认定将是在一定程度上滞后的，但该趋势已经足够强大，并且在每股收益中表现出来（A-B）。基本趋势被市场认可后，开始得到上升预期的加强（B-C），此时，市场仍然非常谨慎，趋势继续发展，时而减弱，时而加强，这样的考验可能反复多次，在图中只标出了一次（C-D）。结果，信心开始膨胀，收益的短暂挫折不至于动摇市场参与者的信心（D-E）。预期过度膨胀，远离现实，市场无法继续维持这一趋势（E-F）。偏向被充分地认识到了，预期开始下降（F-G）……”

换言之，不管充当表皮的逻辑是什么，主流偏向（两条曲线的差距）永远存在，并造就赚钱/赔钱的机会。从这个意义上来说，好好包装一个逻辑，是聪明的选择——它能帮你抓住主流偏向向上扩张的过程，赚钱，最好是包装出一个“主义”，所谓终极的解决之道，例如供给侧和“新周期”；从另外的意义上来说，不把逻辑说得那么玄，则是理性的选择——它更接近客观现实，防止在主流偏向扩张的过程中犯错误，避免赔钱，最好是直面一个“问题”，认为改良比革命的概率大，例如以“涨价”的提法来代替“新周期”。

将供给侧挂钩周期股

继2016年9月30日申万宏源李慧勇的《顺势而为，剩者为王——基于中报的供给侧改革行业影响及投资机会分析》之后，将供给侧改革对应周期股在行业中蔚然成风。

2016年10月17日，长城证券汪毅在《供给侧春风吹，周期股寒冬已过》的报告中，明确提出对周期性行业看好，是当时有代表性的一份研报。

不过，分析师的情绪也显著受到二级市场表现的扰动，因2016年9月市场连续调整，所以汪毅的报告对周期行业的推荐还是相对谨慎的，但从这个“行业比较系列”的第二篇开始，相关推荐就开始大胆了。在这篇《供给侧改革不间断，煤炭行业后续机会可期》的报告中，汪毅指出：“我们认为国企占比大的行业去产能的执行力度应该更佳，煤炭和钢铁占优。”这是一个对投资线索很聪明的、很符合国情的梳理。

观察这一时段的供给侧研报，只看策略是不够的，往往大而化之——其实行业内暗流涌动，波折蛮多，更细致的观察来自行业研报，如果你在此时对供给侧概念还浑浑噩噩，那么读上几份行业研报，就能更好地采准节奏（当然还是事后看）。我推荐招商证券卢平的几份煤炭行业研报，如2016年9月的《产业政策也可相机抉择——供给侧改革系列报告之二十四》，缘于稳定煤炭供应，抑制煤价过快上涨的“9·8”会议精神，对“2·1”7号文的修正，也就是说，如果严格执行7号文，煤价就会过快上涨，为了平衡上下游关系，又不得不根据煤价上涨速度相机抉择，释放产能。

行业研报对策略的反哺效应显而易见，卢平的这篇研报可能帮你躲过煤炭业在2016年11—12月的连续调整。转年3月，卢平的《别了，276！》基本又发在一个低点，他提示，煤炭“短期具有向上的看涨期权，行业的投资机会……在于超预期的盈利和跟随宏观政策的估值波动”。

将供给侧挂钩周期股的过程中，很明显出现了《金融炼金术》途中的C-D过程且不止一次，如果从策略研报入手框定行业，再用行业研报印证策略研报，就能充分享受由铅成金的快感。

关于策略研报和行业研报的关系，我们下节会单独讨论。

“龙头”成供给侧概念另一落脚点

2017年3—4月，对供给侧概念的路径，有几份好研报值得关注，虽然此时赚钱效应还未充分显现，但分析师已经开始眺望供给侧概念的演化节点。

我推荐阅读兴业证券王涵[注]发布于2017年3月的《供给侧下的微观结构转变》，如果要评供给侧研报中的“直男”，我想非王涵老师莫属。主要结论包括：1.盈利改善伴随行业集中度有所提升，但行政因素是背后主导力量。2.需求既定的情况下，供给侧改革本质还是“分饼”。3.考虑到下半年需求持续性存疑……可能意味着今年的价格和企业盈利回升的幅度和持续性也有待观察。

另外是国信证券董德志发布于4月的《供给侧改革：从行政化到市场化》，这份研报肯定上游集中度和价格变化因供给侧改革，同时提出：1.上游去产能靠行政化，下游去产能只能靠市场化。2.下游行业在需求侧刺激消失、成本压力加大的双重作用下将逐渐进入市场化去产能过程，这加大了2017年经济稳定的难度。3.整个过程不管行政化还是市场化，不管上游还是下游，最终都将做大做强龙头企业。

“龙头”是对之前一年“剩者为王”的咏叹调式重复，董德志的研报是从供给侧角度解读龙头的一篇集智之作。事实上，从3月起，海通证券荀玉根、西南证券朱斌、兴业证券王德伦已经开始提示龙头，只是均未从供给侧概念角度进行解读。

当然，我仍不认为王涵的讨论对供给侧行情构成噪音，因为时间还早，巴菲特说了，不能心急，你就算同时让9个女人怀孕，也不能在1个月内生出小孩。

此间头部分析师大多对供给侧带来的“新周期”不以为然，如王涵的《新周期？障目的一叶》《涨价带动的工业“名义复苏”有不确定性》，申万宏源王胜的《大航海时代》，天风证券徐彪的《如何看待这轮周期的上行？》《一份隐忧，一份敬畏》，海通证券姜超的研报，就更不用

一一罗列了。

不过是涨价而已

龙头是否属实？推荐安信证券陈果的《供给侧改革与规模效应双驱动力——行业集中度专题报告》，以前十大企业主营业务收入/销售/销量占比（CR10）统计，集中度上升的水泥、房地产和机械都不算近期大热板块，相对热门的有色、钢铁和煤炭的集中度曲线其实却并不好看，大多是边际的微小抬升。

在供给侧和“新周期”越来越成为一个著名的“主义”的同时，一些对“问题”的直接描述就被人忽视了。我发现了一位分析师，请大家注意。

国海证券代鹏举[注]，早在2016年10月就发布了《旧瓶装新酒，涨价主题又有新故事》的报告，我认为相对供给侧和“新周期”而言，这是一份真诚的报告。

代鹏举不讲什么“主义”，不理什么“新周期”，他推荐的标的和“新周期”派区别不大，但一概归为一个简单直接的概念：“涨价主题”。

这份报告严重被低估，推荐大家找来看看。

可喜的是，抛开“新周期”的“主义”，而回归“涨价”的问题，以“涨价”的视角解释经济运行的研报越来越多——上半年不过三四份，进入7月以来，就有二三十份。

这算是研报界的一种返璞归真吧：“新周期主义”的大旗太大，扯得太累，我们还是回到现象，回到问题本身——不就是涨价吗？

几点心得

本节和上节是以案例分析的形式，梳理了2016—2017年的宏观策略主线。**可以负责任地说，按照这个主线布局当期投资，应该会有不错的收益。**

此间市场运行呈现结构性的分化，即所谓“漂亮50”（这种提法只是市场流传的一个概念，实际上涨的公司数应接近300家）的上涨和“要命3000”的下跌，而上涨股票的逻辑基本与供给侧改革相关逻辑有关，包括白酒、家电（事实上这两个行业是自发完成供给侧改革的，竞争格局优化，复合消费升级趋势，涨价+ROE改善），有色、钢铁、煤炭（周期，因供给侧改革、环保带来的行业去产能，剩者为王，涨价+ROE改善），细分行业龙头（也是剩者为王，行业格局优化叠加涨价和盈利回暖）等。

在这个过程中，我们应该做些什么，才能把握住这条主线呢？

1.建立印象。图2-18是我根据戴康2016年9—11月的供给侧系列研报生成的词频图（主要选名词分词进行词频统计），可以发现除了“供给侧改革”的主题外，“盈利”“改善”“回升”“ROE”等都是有实质意义的高频词，此外，板块设计的名词分词主要有“煤炭”“原材料”“建筑”等。可见这一阶段他揭示的投资主线逻辑就是盈利改善，看好的主要板块是煤炭、原材料和建筑，因文本分析工具的局限，他创造的“黑金组合”等名词没有被统计收纳。



图2-18 根据戴康供给侧系列研报生成的词频图

这个词频图仅是为了方便大家直观理解做的一个尝试。事实上的词频图是存在于你的脑海中的，如果你阅读了这一期间戴康的报告，会自然在脑中形成大概的印象，这个初步印象就是你关于投资主线逻辑的框架雏形。

2.固化印象。此时你可能会问，当时我怎么知道会去找戴康而不是别人的报告阅读呢？确实如此。齐齐鲁当时对这份报告也是读过就放下了。但是，当你至少在在2016年三四季度到2017年一二季度，频繁阅读到提示类似主线的报告时，你的印象是不是就会越来越深刻？这时你自然地就会重新查阅最初的报告以及整个这段时间内的相关报告，你的印象就会固化起来。

你大概会说，如果我2017年一二季度才反应过来，煤炭、钢铁、有色的行情已经过去大半啦！确如你所言，反应太慢就是这样的结果。但是在这个过程中，你并非一无所获。因为通过这种实践，你圈定了一些分析师，锻炼了一些方法，特别是你观察过研报揭示的投资主线与市场的联动效应，那么下一次，你就有更好的经验可以更快速地捕捉到变化，并进行反应。

当然，反应也是可能过度的，不过投资活动就是在这样的不断修正中，逐渐走向更高的胜率。

3.打通印象。一年研报看下来，还有一个观感，一条逻辑主线会有各种不同的表现形式，如果这条线真正立得住，那么它必然得到多角度的印证。每个分析师的专长或许都有不同，但如果一条主线立得住，他们都会从自己的专长出发来解释这条主线。就像供给侧主线，既可以从涨价的角度解释，也可以从产能周期的角度解释，还可以从行业格局（剩者为王）的角度解释，从博弈的确定性（龙头）的角度解释。这些解释都构成了一条主线的一个侧面，就像幸福的家庭肯定既有身体健康的一面，也有生活富足的一面，还有和睦温情的一面——如果你发现很多因素都能解释一条主线，那么要恭喜你，你可能正走在确定性比较高的路径上。

4.物极必反。每年都有一个投资故事，它既映射着经济基本面的变化，也反映着市场的社会文化心理。所以，古老的辩证哲学依然有效，因为人性与周期不变。从这个角度说，在市场的失望之冬，你更要关注研报中提到的机遇；而在热情之夏，你就要避免自我强化。在看研报的时候，有必要存在这样的“先入为主”。当然，在一段趋势中，你很可能误判“物极”，“极”的程度往往是超乎你想象的，不过提前离场和过早入场，不会带来大的问题。看不到“极”才会带来大的问题。

最后，还是要强调一下，除了本节提到的几个心得外，前文提到的基础原则，比如广泛阅读、比较研究、寻找共性和总结概括能力，是必

需的。只要坚持这几个基础原则，不出3个月，您的心得一定比我多。

讲了好多内容了，现在出一道题目吧。如果您真的有志于通过研报助益投资，那么，从**这一秒开始，从现在就开始**，请您按照下面这张单子找到相关研报，并逐字阅读，提炼内容，比较它们的异同，最后以**一篇800字的小结，总结出共性；有分歧的，请列出分歧。**

这个题目的阅读量应该在10万字左右，恭喜您，您的起点不低啊！

附：供给侧必读研报清单

1.《供给侧慢牛启动——供给侧慢牛系列之一》，戴康，2016年8月

2.《顺势而为，剩者为王——基于中报的供给侧改革行业影响及投资机会分析》，李慧勇，2016年9月

3.《供给侧改革的“阶段性、局部胜利”——从PMI与工业利润说起》，陈亚龙，2016年9月

4.《产业政策也可相机抉择——供给侧改革系列报告之二十四》，卢平，2016年9月

5.《供给侧春风吹，周期股寒冬已过》汪毅，2016年10月

6.《站在新周期的起点上》，任泽平，2017年3月

7.《这轮涨价不靠谱》，姜超，2017年2月

8.《繁荣的顶点》，姜超，2017年3月

9.《供给侧下的微观结构转变》，王涵，2017年3月

10.《供给侧改革：从行政化到市场化》，董德志，2017年4月

11.《旧瓶装新酒，涨价主题又有新故事》，代鹏举，2016年10月

12.《供给侧改革与规模效应双驱动力》，陈果，2017年7月

1. 图中所谓“每股收益”是索罗斯模型中的特定概念“基本因素”，你也可以用煤炭、钢铁、有色价格等代替它，这部分讨论比较复杂，不再过多展开。
2. 王涵是宏观分析师而非策略分析师，新财富排行榜常客。上节和本节内容使用了少量宏观分析师报告，是因在供给侧的问题上，宏观研究和策略研究本就难以清晰分野，所以从权。后文董德志也是宏观分析师。
3. 代鹏举的研究范围横跨宏观、策略和行业，他本人的情况也说明策略研究和宏观、行业研究的密不可分。

6.策略研报与行业研报的互动（印证篇）

讨论的目的是交流思想，并不是衡量不同的观点优劣。

——彼得·巴菲特《做你自己》

说些闲话，以做人而言，“股神”巴菲特和他的搭档芒格应该算是完人了，中国语境里头，“实事求是”到极点，差不多就是说这两位老爷子。芒格说过一句话，大意是：你拥有一个观点的唯一证据，就是你配得上它。可以这么解释：你真懂了，你就拥有它了。巴菲特说的话很多，几乎都很通透，但是我独喜欢本节开头引用的这句。

有人在讨论中必须占上风，有人则只需要获取观点——投资中，不同的观点显然意义更大，因为它可能提示你一些你没看到的问题；而相同的观点，除了让你心情更好以外，其实对投资没有太大的增量意义。

由于工作需要，我经常在微信公众号后台收到《毒舌研报》热心读者的交流。我的原则是：欢迎你交流，欢迎你提不同意见，反正你说了我也不一定听。为什么呢？因为很多意见本身也是不走脑子的（你也不能要求人家对你走脑子，提意见就是看得起你了，走脑子那得是在乎你），这些意见我一律欣然接受然后欣然忘掉。反而是那些打脸打得疼的意见，我必当场急赤白脸地辩论一番，然后回头默默吸收。当然，这说明我境界还低。

本来就是嘛，境界就是不高。要改变这个状况，掏心窝子说，最现实的路子不是提高自己的境界，那几乎也办不到；而是清楚自己的境界，然后学会和自己的境界友好相处。

话说回来，策略研报与行业研报间也存在交流——前面多次提到了策略研报，或者讲得更细致些，叫宏观策略研报[注]，与行业研报的互动关系——有时策略研报吸收行业研报的观点，有时无视。这个过程也给我们很多启示，作为旁观的第三方，没有什么情绪，我的境界也就提高了，乐见策略分析师和行业分析师之间的相同和不同意见，前者是为了多角度印证，后者是为了获取意义更大的不同观点，以进一步加深对行业分析师和策略分析师的理解与把握能力。

一个典型的例子就是2017年二、三季度，以有色金属为代表的周期股行情[注]。

策略研报对行业研报的加持

当时市场刚刚经历了一个周期股上涨的过程，根据兴业证券的研报，有这样的一幅图可以描述行情：

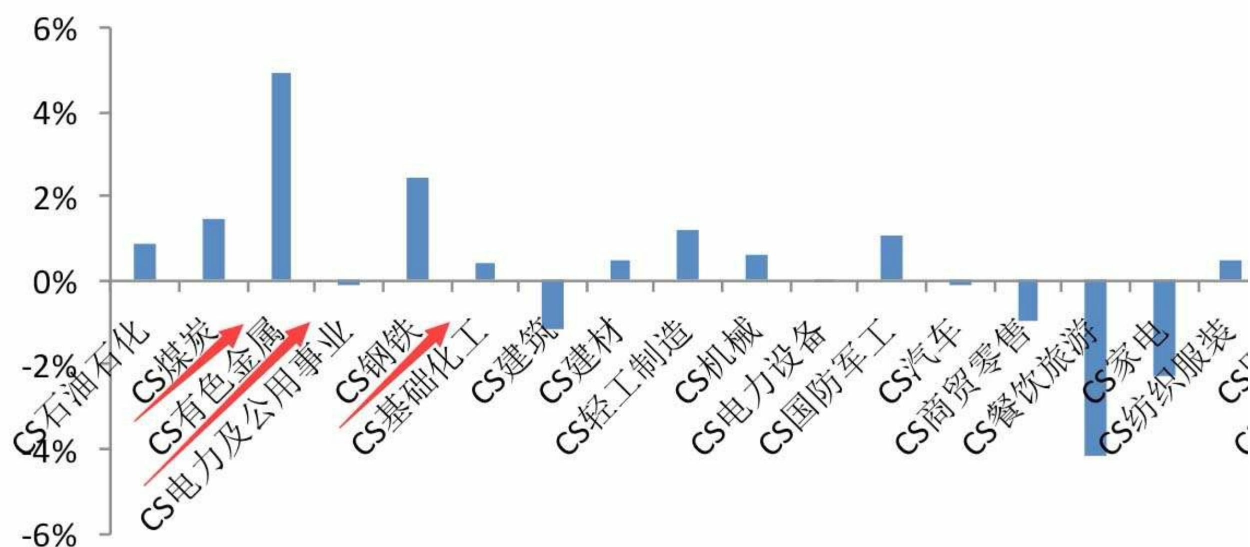


图2-19 兴业证券研报对市场行业板块区间涨幅的刻画

这张图刻画的是7月第一个交易周行业板块的相对涨幅。而从绝对涨幅看，排名前五的行业基本都是典型的周期行业，依次是：有色金属

（7.37%）、煤炭（4.96%）、钢铁（4.70%）、建材（3.64%）和化工（2.24%）。

根据我个人的感觉，这波周期股的异动——尽管大多数策略分析师没有事前的充分预计——但的确是被一些行业分析师发现了迹象，从小金属钴开始。

2017 年 06 月 12 日

有色金属

刚果金调研归来，旗帜鲜明看多钴板块

图2-20 券商发布的刚果（金）调研报告

早在2017年6月时，我就想写写钴，起因是看到了几份券商去刚果（金）实地考察的研报，觉得蛮有意思。彼时钴概念股刚刚开始上涨，还记得和同事闲聊时说起，有人把钴念成“姑”，可见大家都不熟悉它。但就是这个小切口，一个钴价上涨的小逻辑，好像是扇起这波周期风的蝴蝶翅膀。

这一个月以来，华友钴业、洛阳钼业[注]等收获了可观的涨幅，从稀有金属到大金属、稀土永磁乃至钢铁和其他周期股，俨然涨价逻辑扩散开来——齐齐鲁并没有十足把握，但感觉是这样的一条路径。

所以这对我们读研报是一个启发：**初期的机会肯定还是在行业研报中**，等到策略研报吸纳的时候，行情已经扩展开来，变得有点鸡肋，很难参与。还要有第二层思维：哪些行业研报中提示的机会有望深化？**如果这个行业的顶尖分析师突然形成一致预期（例如钴），而且关注度迅速提升，而且体现在行情走势中的话，你就可以加以注意了。**

当然，还要加一句：这些都属于短线思维。

钢材类价格4月底至5月底出现了第一轮上行脉冲；6月第一周至7月初经历了第二轮上行脉冲。有色类价格5月初至今整体震荡上行。橡塑类价格5月中旬至今整体震荡上行。建材类价格4月中旬触底，5月底反弹至本轮高点后高位震荡。

图2-21 研报对2017年二、三季度大宗商品价格的描述

其实小金属钴的涨价不是个例，钢价从2017年4月底至2017年7月涨了两波，有色价格5月初至7月一直震荡上行，橡塑类是5月中旬至7月震荡上行，建材类是5月底开始涨。也就是说，周期品类价格都在涨。

以当时迅速上涨的八一钢铁切入吧。

关于八一钢铁的推荐理由，多数研报集中在以下几点：一是涨价，前面说过，3个月以来钢材价格已经脉冲上涨两波。二是（涨价的理由）需求强，比如八一钢铁有“一带一路”和新疆大基建的背景，其他钢铁上市公司也面对着基建地产硬着陆证伪的预期改善。三是供给出清，龙头获益剩者为王，典型的是2016年到2017年地条钢[注]大幅度去产能。四是成本下降，铁矿石价格降得更快，从而使得企业赢利具备持续性。

关于八一钢铁的研报并不多，中泰证券、兴业证券和方正证券都发过，逻辑基本如此，大家可以找来看看。

此时，就逐渐有策略分析师吸纳行业分析师的观点，在策略研报中进行推荐。此例中，**我只找到两份研报**，其中一份的逻辑是：1.企业利润有保障。2.需求（经济基本面）有韧性，流动性边际有改善。3.投资者从追求确定性扩散至追求弹性（赔率）。

由此可见，策略分析师加入以后，分析框架就会画风突变。策略分析师加入了流动性的考量，引入了美元指数和风险偏好这些分析因素，使得整个分析框架角度更多，更加丰满。

另一份的主要观点如下图：

结论：周期股超额收益的核心驱动因素是业绩的环比变化，但在衡量业绩的环比变化时，需要采用长周期的正常化利润水平，我们构建的长周期利润指标与周期龙头超额收益相关性高达0.83，而且领先超额收益三个月。七月份市场将以结构性机会为主，行业配置上关注周期股的超预期机会，价值配置继续推荐大金融等。

图2-22 策略研报对行业研报的加持

看到了吧？“长周期利润指标”。为什么要用环比？为什么是长周期？为什么选龙头股？如何排除各类扰动因素？这篇报告推荐你不要看了，我也看了一个多小时才大概整明白，中间还看得睡了一回。

反正就是，只要策略分析师加入周期股行情，画风就为之一变：原来是见山是山，现在是见山不是山，乃是云雨阴晴，最后见山又是山。

策略研报对行业研报的无视

当然，对于同样这波周期股行情，也有很多策略分析师选择不一样。

广发证券郭磊算是比较温和的一位，尽管他的《如何认识原材料库存小周期》，乍看起来是解释周期股上行的，但我认为，他的“过于悲观的预期证伪”恰恰映射着“过于乐观的预期证伪”——事实上他也表明后续结构是“稳态”，“后续可能再度形成需求端负向预期的是三季度末的房地产销售”，勉强给了“阶段性机会”的评语。

天风证券刘晨明、徐彪认为：“本次周期股的反弹更多因素在于流动性暂时宽松带来的商品期货修复，以及对于过去一段时间需求没有想象中那么差的预期修复。因此，反弹至此，周期股需要有更多未来需求

超预期的因素来推动，否则后续分化的可能性较大。”

中信证券秦培景也比较利索：周期板块仅有短期交易性机会。当然他也同时附带了几个周期行情可能深化的条件，两面都说到了。

周期板块中期行情的三个猜想。展望中期，由于利率上行趋势和下行趋势不改，我们目前判断周期板块仅有短期交易性的机会。

图2-23 秦培景研报主要观点

中泰证券唐军，理由是周期股基本面没有大的变化，流动性则在7月面临压力，所以：

周期行情有望继续演绎，但不宜预期过高

图2-24 唐军研报主要观点

华泰证券戴康大概最为坚决，题目就决绝，内文更是认为当下周期股是青铜期——不知道他玩不玩《王者荣耀》，难道还有废铁期？不带这么骂人的。

周期股是交易性机会

信号与噪声系列之三十二：第 27 周 A 股策略周报

三阶段周期股青铜期就在当下，流动性收紧把期货

敏感的投资者发现周期股价打回供给侧改革之前已

图2-25 戴康研报主要观点

此时我仿佛看见行业分析师们的冷笑：不就是你们策略分析师没及时发现吗？我们也涨了一个月了啊！

策略分析师并不改色，扔过一盘小龙虾腿说：来，乖，吃点虾掌吧。言毕，拂衣而去。

虾掌者，瞎涨也。

那么到底谁对了呢？

差不多又半年时间过去了，我们从中长期视角可以观察一下结果。



图2-26 申万钢铁指数走势

上图是申万钢铁指数走势，在周期股中，钢铁板块算是最坚挺的一个。图中第一个高点就是前文所述行情的高点，持续到2017年8月初；第二个高点在调整后出现于2017年9月初，此后钢铁指数就经历了一波为时较长的调整，并在较高位置震荡整理。



图2-27 申万有色指数走势

上图是有色指数走势，同样，在8月初实现第一高点，9月中旬出现第二高点（也就是图中最高点），此后是绵延3个月的调整。

不要轻易判断策略分析师对了。事实上，在到达高点之前，以钢铁和有色为代表的周期股都有为期3个月左右的持续上涨期，所以，行业分析师水暖先知，对行情的把握是准确的。

但是正如我前文说的，**“这属于短线思维”。**

但也不能轻易说行业分析师对了，因为周期股行情确实没有形成很高的级别。在行情级别的甄别上，策略分析师显然更加审慎。

总之，通过这个例子，我形成了以下心得：

1.如果你能敏锐地捕捉行业分析师发掘的行情，那么你可以选择参与短线的、阶段性的行情。当然，这难度不小。

2.如果你发现很多策略/宏观分析师吸纳了（多角度加持和印证了）

行业分析师的观点，那么，很有可能，这波行情的级别比单单行业分析师的推荐要大。

3.如果你发现只有个别策略/宏观分析师吸纳了行业分析师的观点，而多数策略分析师持相反意见，那么，你就要审慎参与这波行情。

4.对于分析师的言不由衷，要在文理之中有自己的判断，例如前文中，策略分析师说“交易性机会”“青铜期”“有望演绎但不宜预期过高”……这类评语的态度其实是很鲜明的，你千万不要认为“交易性机会”是机会，“青铜”起码比“黑铁”高级，“演绎”的结果是无限可能。

5.**最后总结为一句话，多位策略/宏观分析师加持的行业分析师观点，可以搞；少数或没有策略/宏观分析师加持的行业分析师观点，一般不搞。**

简单粗暴的总结可能会让你犯错，非黑即白，投资大忌。但是作为入门读物，我也仅仅能做到这里了，因为通常在认知第一阶段，人们总是喜欢确定性的结论。但是，相信你通过大量阅读和反复比较，会把这个简单粗暴的结论不断丰富，就像研报那么丰富，就像世界那么丰富。

当然，无论如何，大量阅读和反复比较仍然是基础。

下面，就上述结论（多位策略/宏观分析师加持的行业观点，可以提高投资信任度），我再给出一篇专栏文章，用为示例，结果还要留待时间的验证。

专栏3：房地产是下一个白酒？[注]

2017年12月中旬到2018年1月中旬，这一个月的时间，市场发生了很多新的变化，插播一条关于房地产的时事内容。

先上图：

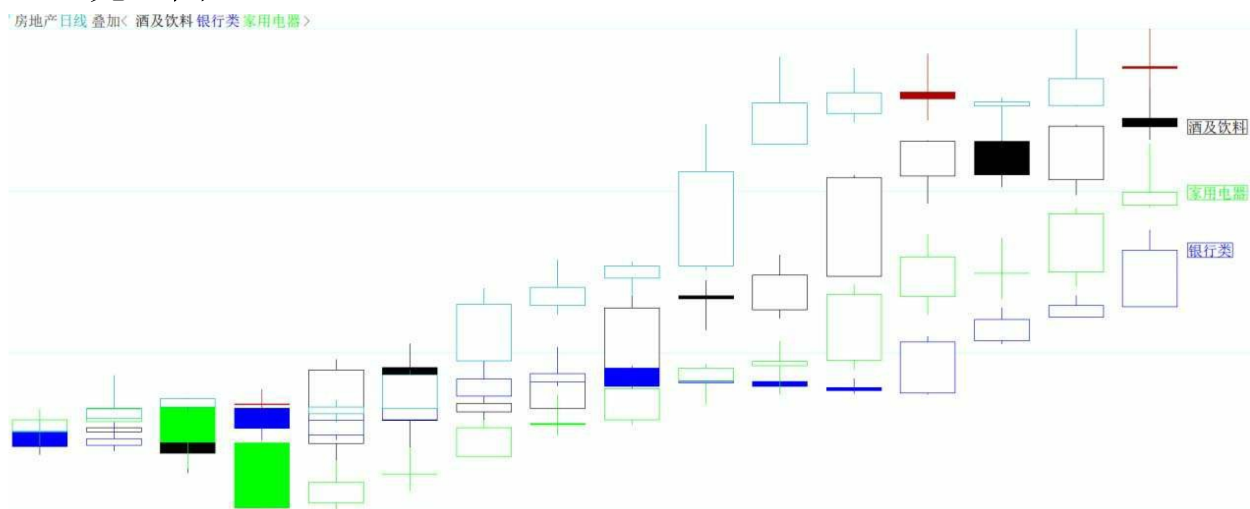


图2-28 2018年1月16日前三个交易周热门板块走势对比

上图是到2018年1月16日的近三个交易周以来，热门板块的走势对比，可以看到房地产的短期走势已经超越了酒饮、家电和银行，特别是考虑到2016年以来房地产板块较长期的压抑过程，那么近期的超额表现就更觉得不同寻常。下图为2016年第三季度以来板块走势，从上至下依次为酒饮、家电、银行和房地产。



图2-29 2016年第三季度至2018年初，房地产板块长期压抑

特别是，与2017年开年军工的走势不同，房地产持续性和资金流入明显较强。

根据2017年我在白酒股上面的惨痛教训可知，某个级别的板块如果启动行情，往往较难停歇。尽管各行业周期长短有别，有的取决于市场，有的取决于政策，行业格局也殊为不同，但超额收益的开始却往往可以归结到一个原因：预期差，当边际改善被捕捉到以后，行情就向业绩演化，而后如顺利，就再向估值演化，屡试不爽。所以，我们今天的重点就是看看研报中的房地产是否出现了边际改善，分析师认为后续行情的演化路径如何，不构成投资建议。

分析师把房地产比作白酒

本文标题不是隐喻，简直太直白了。但这个标题其实来自研报。新财富新科宏观冠军郭磊在近期一篇大热研报《从宏观角度如何看房地产这一行业》中，明明白白有如下判断：

第四，未来的房地产行业酷似白酒：整体低速的后增长时代，周期性钝化，但市场集中度将持续提升。

图2-30 郭磊研报主要观点

研报对这句话的解释就是：房地产业由躁动（如2012年前的白酒泡沫）转为安静，周期性钝化（如白酒周期的不明显，或者说周期拉长），龙头受益（如地产白酒大量退出），因此可能会经历一个基于“垄断竞争市场结构进行龙头资产的再定价”的过程。

郭磊同时提示，即便在短周期视角下，2018年地产投资也存在小幅超预期的可能。1月初，研报中有一幅图反映了市场的水暖先知，房地产及周边行业笑了。

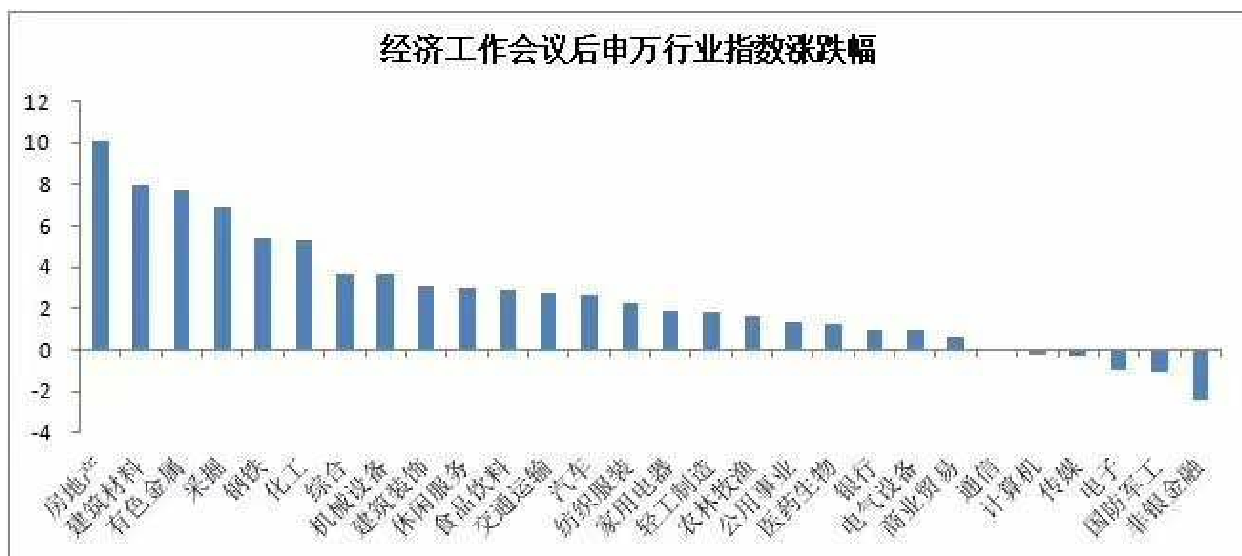


图2-31 2017年底经济工作会议后各行业指数涨幅

此处要插个心得，从观察行业边际改善，或者就说是拐点的角度看，行业研报肯定是领先的，这从去年10月起就陆续有房地产行业研报推荐本板块能看出来。不过由于绝大多数行业研报都是推荐评级（维持推荐又占了绝大部分），普通读者很难甄别。

此时，一要看行业研报里的共识是不是在增多（这一点参考意义其实也不大，因为最关注分析师的就是分析师，所以一个分析师揭示的边际改善会被其他分析师很敏锐地跟进）；二要看策略乃至宏观研报是否允许行业研究的结论登堂入室，而登堂入室又有两个效应：一个是从宏观层面的多角度验证，另一个是宏观策略带来的流量和关注度，从而加快一致预期的形成。

这就是齐齐鲁为什么从一篇宏观研报入手，来说房地产行业的事。

当然，一篇研报还嫌少，列举太多也烦。我只再列两篇，来自大家都熟悉的“封神级”人物。

安信证券高善文老师，近一年来只发过48篇报告，大约每周一期，几乎全部体现在他的“旬度经济观察”系列中，但是，近一年跳脱于“旬度经济观察”的寥寥四篇报告中，就有三篇谈及房地产市场，他最近的

一篇报告是《走进新时代》。

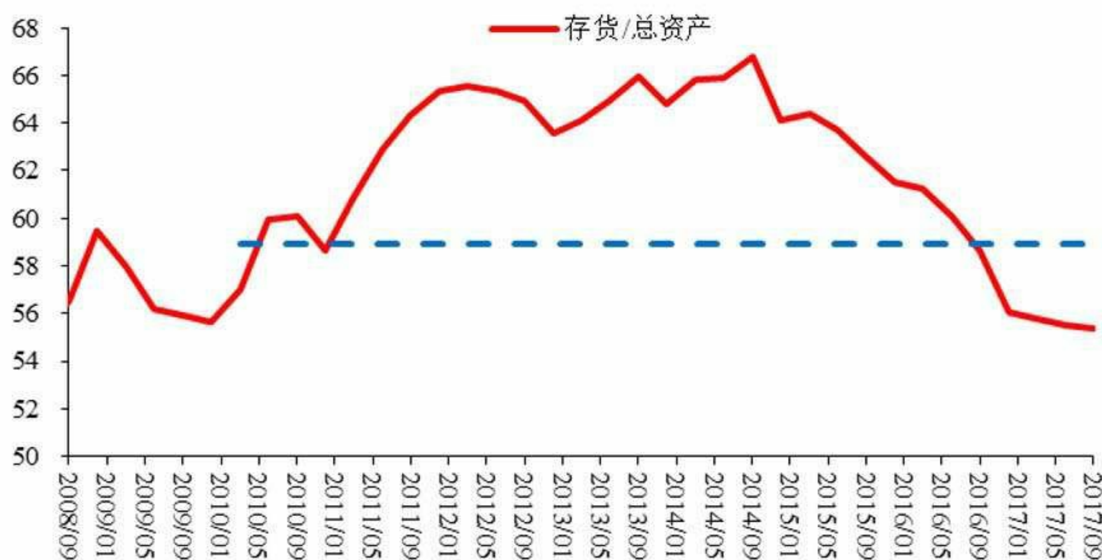


图2-32 高善文研报揭示房地产去库存比较充分

主要结论是：1.去库存比较充分，供应层面的出清比较彻底。同时房价也面临上涨的压力。2.销售下滑或许持续到下半年某时。3.一旦销售出现周期性恢复，则开工和投资将出现更大的反弹和恢复。

如果你有精力上溯到他上一篇专题报告《中国的城市化与房地产市场》，则可以进一步发现一个他总结的规律：率先完成去库存的城市房价领涨。而且，数千万人口的城市化，很好地控制了房价下行、经济减速和银行坏账上升的风险。

可以感觉到他对房地产温暖的态度。

地产龙头被广泛看好

下面进入行业研报，一年多来，我们已经习惯了龙头思路，地产龙

头被广泛看好自不待言。我们只是需要看看这个逻辑是怎么来的，以及是否形成了充分共识。

天风证券陈天诚的《为什么我们从去年底率先“全面看多”地产股》是近期的大热报告。主要逻辑如下：

1.行业格局：市场快速向优质龙头集中。2.风险因素：行业不确定性主要来自政策，而房地产长效机制建设降低了政策不确定性，对龙头是大利好；短期，政策紧张度也在边际改善，“没法更紧了”。3.估值：地产泡沫、库存和杠杆对地产股的估值压制正在边际改善，所以港股地产股在销售改善的基本面基础上，实现了估值一年内从5倍修复到20倍的壮阔旅程。4.博弈性因素：业绩增速高于行业估值，大小企业倒挂等问题，随着地产股从低配到超配，股价提升空间明显。

他总结为一句话：“行业既可以赚25%业绩的钱，也可以赚50%估值的钱。”

上周我刚看了白酒的黄金十年的研报，从上述几点逻辑比较，尽管我还是觉得哪里有点不妥，但感觉确实很像2016年的白酒股。所以，郭磊说房地产行业酷似白酒，是有道理的。

招商证券赵可的《“龙”抬头之后怎么走？》也是近期阅读量较高的报告。从基本面、政策、估值和流动性四个角度解释和展望行情，其中对基本面的阐述，较前面的报告充实一些，基本判断是：全国销量同比底部将出现在今年二三季度，一二线重点城市销量底部则已经在2017年第四季度出现。另外，赵可不认为集中度的提高是解释因素，他主张从周期角度解释房地产行业（《忘掉集中度提高，回归周期本质》），他认为，6～10年的中周期内，只有两波配置地产股的好机会，这轮周期中，第一波机会是2014年末—2015年，第二波就在今年。

强调每轮6-10年的中周期中仅有两轮小周期，也
机会，本轮中周期中，第一波机会在14末-15年
会就在今年；请务必重视今年房地产行情
那这轮超额收益到底会延续多长，根据历史上超
3季度都是具备较好超额收益区间。但因为股票
额收益区间内，股票出现调整反而是较好的布局
再次强调，请务必重视18年板块超额收益机会

图2-33 赵可研报主要观点

研报的语言几近语重心长、苦口婆心了。

此外，同期华创、建投、东方等机构研报也从相似角度看好房地产，而“龙头”是必然提及的关键词，我们就不一一赘述了。

---

1. 其实与宏观策略研报对应的是行业策略研报，行业策略研报我们将放在行业研报中具体介绍。
2. 此处部分内容来自《毒舌研报》2017年7月11日文章《记一次侧掠狮对航夜狮的显著无视》的部分内容，略有改写。
3. 本书所提到的个股仅为阐述研报内容所需，均不构成投资建议，下同。
4. 地条钢是一种落后的钢铁冶炼方式，质量无法得到有效控制，高耗能。也可笼统理解为落后的钢铁产能。
5. 本专栏内容来自《毒舌研报》2018年1月16日文章《房地产是下一个白酒？》的部分内容，略有改写。

7.策略研报与行业研报的互动（预测篇）

> 要想得到你想要的东西，最可靠的办法是尽力让你自己配得上它。
>
> ——查理·芒格

上一节说到用策略研报证实和证伪行业研报的思路，本节再谈谈用策略研报预测行业板块可能发生的行情的思路。其实，将策略研报与行业研报的互动拆分为两个部分，纯属主观。但是没办法，一方面要让大家看着不太累，避免每一节内容太长；另一方面，还要大体反映出互动中的些微差异。

在实际操作的过程中，所谓策略研报对行业研报的印证也好，预测也好，在时间上其实并无清晰的先后分野，所以，两方面的经验可以汇集到一处应用。本节中，我举几个案例[注]，尝试说明通过策略研报来预测行业板块行情的思路。

首先要说明的是，在对这些研报的阅读和搬运中，有的地方我看得对，有的地方我看错了（但研报观点的搬运是忠实的），此次结集过程中，看错的地方一律进行了订正。

你或许会问，事后的订正并不能说明你没犯过错误啊！是的，我的确犯了这些错误，但这些错误对我而言，帮助更大。在看研报的第二年里，我觉得自己犯同类错误的可能性下降了很多。

凡是我犯错的地方，文中都会说到。我跟有些作者不一样，因本就是一个体验的过程，所以我不忌讳犯错误，之所以事后订正，是担心读

者如您，错误理解了当时市场运行的情况。

在策略研报中发现行业热点

2017年8—9月，我连续发布了两篇推荐银行/金融股的专栏文章。此后两三个月，金融股总体平稳，但在12月突然掀起高潮，这波行情跨年，因启动前蓄势很久，预计也不会突然止息。那么，我是如何发现这个热点的呢？

总是平着写，你们看着也累，换个访谈体。

2017年8月底，大盘站上了3300点，欣喜之余，对研报观察人士齐齐鲁进行了采访，采访内容如下：

Q：大盘已经到**3300**点了，请问分析师情绪总体如何？

读了12份点评大盘突破3300点的研报，感觉除了因周末加班导致的情绪波动外，分析师情绪总体稳定！

Q：能举几个例子吗？

比如海通证券荀玉根老师说，维持多头判断！政策面缓和，基本面企稳，改革推进，震荡向上阶段没结束！

国信证券燕翔说，3300点以上的股市有更加广阔的空间。理由是产业集中、经济复苏、通胀低位等基本面因素有利于市场继续走强。

华创证券王君说，当前仍是A股配置的黄金窗口，理由是宏观紧缩效应、海外交易背景、金融监管环境、市场情绪都处于较优状态。

长城证券汪毅说，下半年市场大概率震荡上行，短期市场上涨缘于基本面坚韧、流动性相对平稳下市场风险偏好有所回升。

川财证券王鹏说，市场突破后仍将维持强势震荡，理由是经济韧性仍强，对业绩改善预期持续，且改革和维稳预期仍较强。

中信建投夏敏仁说，市场将维持震荡上行的趋势，理由是流动性好于预期，周期复苏和资本回流。

Q：听上去差不多嘛。那么你阅读下来，感觉这些研报最像的地方是什么？

就下面这9个字，谈到大盘突破3300点的时候，总会看到：正如我们之前预计的！

Q：这么说，就没有一些不同意见吗？

有，还真有。请大家关注以下不同意见：

银河证券姚玭：在需求端没有开启新周期前，经济难有新周期。第四季度需求下滑仍然是大趋势，周期股与商品行情仅是阶段性修复性机会，周期逆袭难以持续。

光大证券张安宁：年内PPI大幅向下回落的趋势是确定的，企业盈利增速的明显回落也是可以预判到的。第四季度需要留意风险偏好可能会发生明显回落的风险。

Q：那么，分析师们都在推荐什么板块？

高度重复。海通荀玉根是金融、消费白马、建筑，和国企改革主题。联讯证券朱俊春是（低估值）金融，也就是银行保险。国信燕翔是金融、周期、消费。川财王鹏是低估值大金融和消费、短期业绩较好的

周期板块，以及游戏、人工智能等有业绩、低估值龙头；加上国改、雄安主题。东方证券薛俊是银行保险+电子+食品饮料，阶段性配置周期，均衡配置计算机，国改主题。西南证券朱斌是钢铁、煤炭、银行+战略配置成长股。长城汪毅是细分周期如化工、造纸、电解铝，二线消费龙头，龙头券商、大型险企、转型信托及大银行。中信建投夏敏仁是银行、保险等金融，以及京津冀、国改等主题。华创证券王君是电解铝、化工涨价、煤改气，以及国改、军改、雄安等主题。银河证券姚玭是白马消费+大金融。光大证券张安宁是金融、（电子、医药、白酒）消费，以及国改主题。

做了个颜色表如下，一目了然。

表2-8 分析师一致预期观点颜色表

机构	分析师	板块	主题
海通	荀玉根	金融，消费、建筑	国改
联讯	朱俊春	金融	
国信	燕翔	金融、周期、消费	
川财	王鹏	金融、消费、周期、游戏、人工智能	国改、雄安
东方	薛俊	金融、电子、食品饮料、周期、计算机	国改
西南	朱斌	钢铁、煤炭、银行、成长股	
长城	汪毅	化工、造纸、电解铝、消费、金融	
建投	夏敏仁	金融	京津冀、国改
华创	王君	电解铝、化工、煤改气	国改、军改、雄安
银河	姚玭	消费、金融	
光大	张安宁	金融、消费	国改

总之，金融是板块最热，主题是国改最热。其他消费周期什么的还是老三样。充分显示了今年分析师一定要一起玩的特点。

由上述“访谈”可见：

1.仍是大量阅读后的典型的比较研究。这种板块和主题图，前面也

多次出现过，这是我的一个研究方法。

2.**仅看摘要是不够的。**全文阅读得出的结论，和仅看摘要之后得出的结论是不一样的。一开始全文阅读会很累，但随着你对分析师观点的熟悉，全文阅读会越来越快。

3.仍然循着"一致预期"的方法。众多策略分析师均将目光转向金融股，于是我就重视搬运了这个意见。

4.**看推荐的时候，重点看第一推荐。第一推荐才是分析师心里的真命。**

5.传统上，策略分析师有两个推荐方向，一是板块，二是主题。因众所周知的原因，这几年主题性投资式微，所以，**建议短时期内可以不对主题投资做太多关注。**

在策略研报中发现行业拐点

每年年报和中报季，策略分析师都会就年报、中报发布专题研报，这是观察下一步市场情绪的很好窗口。2017年中报、季刚刚结束时，我对当时策略分析师发布的10份中报专题进行了广泛阅读和比较研究，其中挖掘出的两个点，被后续市场运行很好地印证了。

一是应规避钢铁、煤炭等周期股。二是应重视金融等板块。当然，错误不是没有，后面我们会说到。

No.1：一指标创历史纪录

揭秘者：光大证券张安宁

研报：《周期的“蛋糕”创了历史新高》

周期板块在A股利润同比增量当中的占比创造了历史纪录。采掘、钢铁、有色、化工4个行业实现净利润同比增加1152亿元，占全部A股利润增量的45.3%。如果加上建筑、建材、机械、交运、房地产，则9个周期性行业净利润同比增加1798亿元，占到全部A股利润增量的70.7%（其中2017年第一季度为79%）！这些数字在A股历史上均创了新高。

注：周期1包括采掘、钢铁、有色、化工；周期2包括采掘、钢铁、有色、化工、建筑、建材、机械、交运、房地产，下同。

图3：周期板块在全部A股利润增量之中的占比



资料来源：Wind，光大证券研究所

图2-34 张安宁研报指出，周期股利润增量占比较高

相形之下，此前周期板块在A股利润增量中占比最高的时期发生在2007年第一季度，当时虽然在景气周期之中，但周期性行业在A股利润增量当中的占比也不过61.9%。

张安宁的建议有点“月盈则亏”的哲学意味，他认为不排除周期仍会冲高，但不建议继续追高。

点评：这段预测完全正确，钢铁、煤炭板块都在2017年9月见顶。当时我把这份研报放在文章开头部分使用，搬运是完全正确的。事实上，当时钢铁、煤炭行业研报中也出现了不同寻常的分化意见，这两方面完全可以形成相互印证。

No.2：哪些行业正在持续改善？

揭秘者：中泰证券唐军

研报：《另辟视角观中报》

采用季调环比年率法[注]对各行业和板块的盈利情况进行分析，从而可以很好地避免行业的季节因素，可以较好地反映单季度的变化趋势，对全年的利润增速有很好的外推效应。

结论是：1.第二季度主板的扣非净利润单季增速有下降趋势，而创业板的扣非净利润单季增速有上升趋势。2.医药、轻工、银行等行业连续三季度有持续上升趋势，家电、汽车、房地产等行业连续三季度有持续下降趋势，钢铁、农林牧渔等行业第二季度单季度下降较快。

表2-9 唐军研报使用季调环比年率法测算的各行业盈利增速

行业	ROE	季调环比年化单季度扣非净利润增速		
		2016第四季度	2017第一季度	2017第二季度
银行	12.4%	2.5%	3.9%	6.4%
非银金融	6.5%	-27.2%	8.7%	-5.5%
化工	5.3%	29.7%	20.2%	0.1%
医药生物	8.2%	9.2%	15.2%	18.8%
采掘	2.3%	-62.0%	34.5%	34.2%
电子	5.9%	36.0%	19.5%	18.6%
机械设备	3.3%	-20.2%	-0.2%	-4.5%
房地产	5.6%	-3.7%	2.7%	-7.5%
交通运输	6.7%	10.1%	21.7%	18.2%
公用事业	4.8%	-8.7%	-12.4%	-8.0%
汽车	7.0%	32.3%	15.9%	2.8%
建筑装饰	7.2%	41.0%	8.9%	26.8%
食品饮料	6.1%	-3.3%	21.2%	5.2%
有色金属	4.6%	66.9%	37.7%	32.5%
传媒	6.0%	8.4%	5.8%	1.3%
计算机	5.6%	20.6%	5.2%	10.0%
电气设备	4.5%	0.1%	-5.4%	8.6%
家用电器	6.2%	42.6%	11.9%	7.9%
商业贸易	4.4%	-7.5%	10.0%	-8.0%
通信	5.2%	-13.5%	-3.8%	-1.7%
钢铁	6.6%	100.0%	100.0%	32.0%
农林牧渔	4.8%	-0.1%	2.3%	-22.9%
轻工制造	6.1%	6.4%	12.4%	17.5%
国防军工	3.3%	-50.9%	-4.5%	-17.9%
建筑材料	3.6%	-11.9%	-8.6%	33.4%
纺织服装	4.6%	-4.4%	0.1%	6.7%
综合	0.8%	-93.3%	-100.0%	-93.6%
休闲服务	4.8%	-26.8%	5.2%	-3.8%

来源： WIND,中泰证券研究所

点评：该统计很好地解释了银行和医药板块的底部拐点（大约都出现在2017年9月），钢铁、汽车、有色板块的顶部拐点（出现在2017年9/10月间），以及农林牧渔板块的弱势整理行情，但没有很好地解释家电和房地产行业。平心而论，仅在这份研报中，我还没有坚定对银行股的投资信心，但在后续其他研报多角度地重复证实后，我才继续决定推荐银行/金融股。当然，即便笼统以胜率计，这

篇研报的方法也值得关注，因为准确的部分远高于不准确的部分。

No.3：哪些板块最受追捧

最后依然是一致预期的部分，当时制的表可以原文照录：

表2-10 分析师一致预期观点颜色表

机构/分析师	推荐板块
中泰唐军	电解铝、锌钴，焦煤，纯碱，券商
华泰戴康	银行、有色、化工、工程机械
海通荀玉根	金融、地产、消费
中信秦培景	煤炭、有色、化工、工程机械
广发廖凌	钢铁、专用设备、重卡、航运、酒店
浙商詹诗华	煤炭、钢铁、家电、白酒、银行
光大张安宁	银行、电子、医药
天风刘晨明	N/A
长江张宇生	采掘、化工、钢铁、建材、工程机械、金融

点评：当时我没有给出清晰结论，主要是之前一期刚刚大力推荐了银行股，如果继续推荐，担心推荐的行业太集中。关于这个热词图，想必大家已经多次看过，由于提请特别重视行业第一推荐，因此完全可以使用之前的方法：打分制，根据推荐次序分别给各行业6、4、3、2、1分。如此，其实结论蛮明显的，银行/金融肯定是排名第一的一致预期，会大幅领先于煤炭、有色和钢铁。

还是那个道理，你不用太担心个别分析师严重偏离的预测，只要能找到主流的一致预期，就是比较理想的结果了。

在策略研报中衡量行业估值

这是一个新的知识点：估值。估值是投资研究从知到行的最关键环节，当你知道一件东西好不好以后，首要的问题就是它的价格。基本上，确定质量和价格后，交易的先决条件就大部分具备了。

但估值实在是一项科学与艺术兼备的学问，其中"科学"的部分也不是我们理解的自然科学概念——姑且只算财务指标吧——这里面也有很多艺术的成分。

所以，不知道您的程度如何，在我这里，在现阶段，估值可能还是一个猜谜游戏。不过不妨事，估值的问题永远围绕一个原则，那就是"均值回归"。在这种循环往复中，我们只要把握原则，庶几也能解决不少麻烦了。

所谓"均值回归"，在古老朴素的中华文明中，就是"天之道，损有余而补不足"，就是"月盈则亏，水满则溢"。翻译成我们熟悉的话：涨多了就会跌，跌多了就会涨。

判断极限值很难：比如世界上最高的树能长多高；判断均值相对简单：比如树"一般"能长多高。寻顶和寻底很难：比如这只股票涨到多少见顶，跌到多少见底；寻找均值相对容易：比如在很长时间内，大体合理的估值水平是多少倍市盈率。

明眼人可以看出，这仍然是一种长期视角。是的，确实是长期视角，高估值的报应只可能迟到，但绝不会缺席。

举个例子：

还是在2017年中报季，中信证券策略分析师秦培景就A股估值做了如下统计：A股整体市盈率PE（TTM）为19.22倍，回归历史平均水平。剔除金融后的A股市盈率为28.57倍，虽然位于2015年股灾后的低位，但整体仍高于历史均值。中小板市盈率（TTM）37.3倍，位于历史

均值附近；创业板市盈率（TTM）48.5倍，低于历史均值。



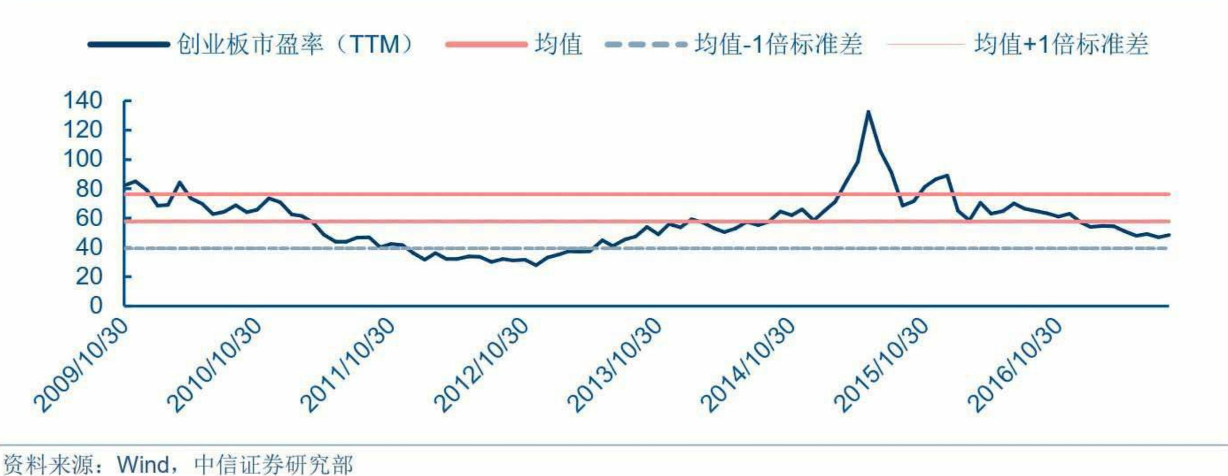


图2-35 秦培景研报揭示的板块估值情况

但他仍不建议介入中小创，理由是两板净利润增速进一步下滑，估值依然承压。这应该是对的，长远看，机会还是跌出来的。

点评：这是宏观角度的估值讨论。图中“均值-1倍标准差”（也就是蓝线）参考意义显然比均值线的参考意义更大。在“均值”线（三条线中，居中的那条红线）附近，既可能上涨也可能下跌，但低于“均值-1倍标准差”，则必须回归均值。

换句话说，尽管2017年白马龙头股涨势不错，但以市场总体论，仍然是一个下跌格局。很多不习惯风格转换的个人投资者，其实是很难赚

钱的。如果你是从长期视角，寻找大概率赚钱的、系统性的、长线的机会，那么，你就应该等待那条蓝线被跌破的机会。

不过，从宏观角度讨论估值，可能会令我们错失很多中短期的投资机会（其实大多数机会也是陷阱，但是为了迎合“勤劳”的中国投资者，也只好这么说）。如果想找到更精准的机会，就必须细化到行业。

关于行业年度轮动，以“行业”叠加“年度”视角，是有一定意义的。最直观的结果是，行业轮动是超额收益的重要来源。我司首席经济学家李迅雷老师曾在《中泰时钟：股市之行业轮动》的研报中上过这张图：

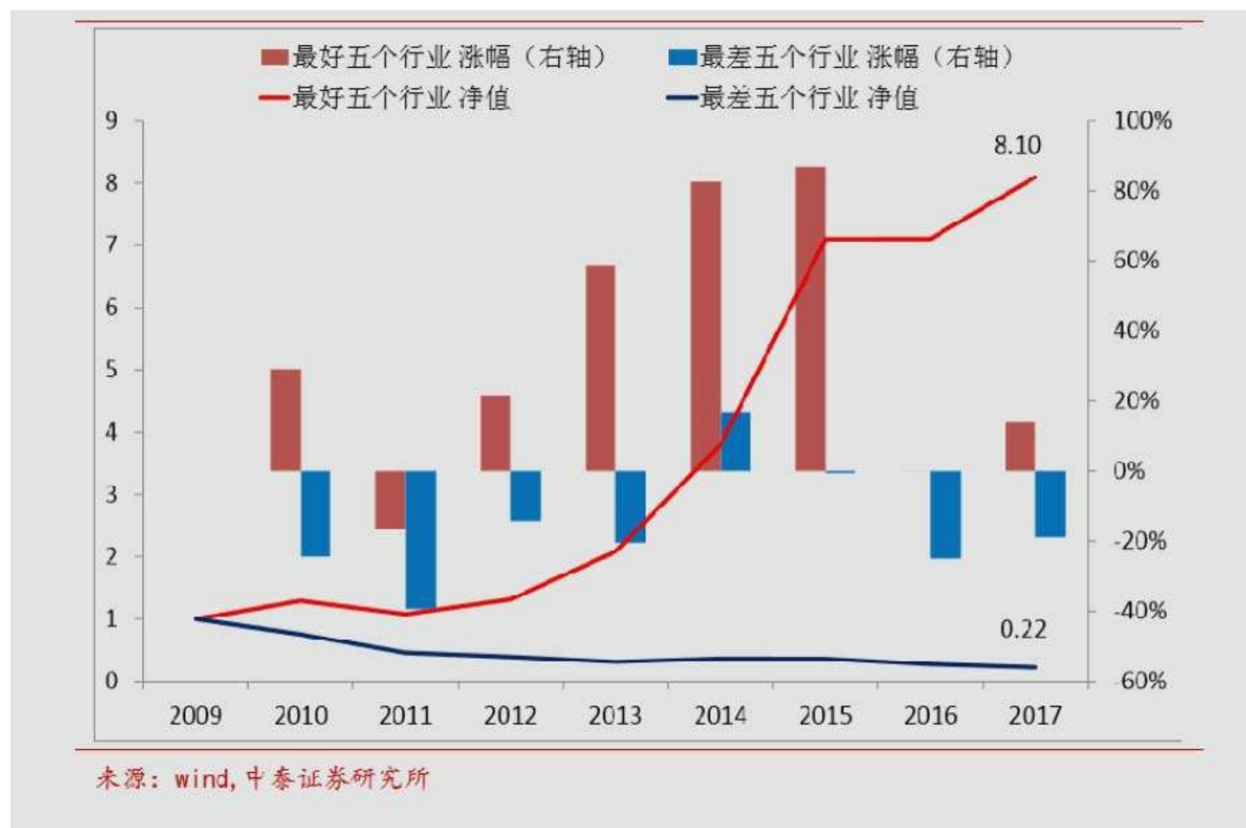


图2-36 李迅雷研报揭示的年度行业轮动情况

可见炒股就怕选错行。这道理也很好理解，值得炒—炒贵了—应该跌—跌多了—值得炒。问题就在于，如何参与/规避下一年要上涨/下跌的行业呢？

请看下面这个例子，它发生在2017年11月，来自申万宏源王胜、林

丽梅的《A股还是很基本面，ROE是核心》。

首先是这张高屋建瓴、总揽全局、内涵丰富、意义深远的图：

表2-11 王胜、林丽梅研报揭示的行业轮动“事不过三”原则

- **“事不过三”原则**：没有哪个申万一级行业可以连续三年涨幅排名前五，除了2001-2003年的汽车和2004-2005年的白酒（细化到三级）

表：“事不过三”原则 VS “前五后五”原则

行业年度涨幅排名	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
农林牧渔	3	28	20	28	22	19	16	21	3	22	6	16	21	11	26	9	10	24
采掘	2	16	23	2	3	12	26	1	21	3	19	10	18	28	22	26	6	13
化工	14	11	16	12	11	11	15	11	17	14	24	15	12	18	21	12	8	16
钢铁	11	8	4	1	8	23	9	15	26	21	28	11	20	26	3	25	9	4
有色金属	5	23	22	8	19	8	6	2	28	2	5	27	6	27	15	23	7	6
电子	8	26	24	15	7	28	28	23	18	5	1	26	13	3	24	7	12	3
家用电器	27	20	27	16	18	14	20	5	8	4	17	7	4	4	23	17	4	2
食品饮料	16	2	8	17	12	4	3	24	11	15	7	2	14	21	27	21	1	1
纺织服装	10	4	14	22	17	27	25	10	14	12	13	8	25	17	17	3	16	28
轻工制造	12	17	12	25	13	24	17	16	19	11	16	13	15	9	20	2	17	22
医药生物	7	14	3	23	15	15	23	9	2	20	2	14	7	5	28	11	14	11
公用事业	15	13	11	3	21	20	27	14	7	27	23	5	8	15	7	22	22	20
交通运输	18	6	7	6	2	13	22	17	23	23	22	20	17	19	5	18	26	8
房地产	13	10	10	24	14	7	4	20	16	13	26	3	1	24	4	16	23	19
商业贸易	9	15	15	26	9	6	8	8	10	16	15	22	26	12	18	15	15	23
休闲服务	4	19	5	27	10	3	13	26	24	6	12	6	9	10	16	4	25	14
综合	17	18	18	19	23	26	18	6	20	9	10	9	16	14	9	8	13	26
建筑材料	1	7	13	14	24	25	11	7	12	8	11	19	11	22	10	20	2	9
建筑装饰	19	22	25	20	16	9	12	19	4	28	14	18	3	25	2	24	3	17
电气设备	24	24	17	11	4	5	14	4	1	24	8	28	27	8	19	10	21	15
国防军工	26	12	1	21	27	2	7	3	27	7	9	21	24	7	8	19	24	25
计算机	25	27	26	13	6	22	24	22	6	17	4	24	19	2	13	1	27	18
传媒	20	21	21	9	1	16	21	27	9	26	18	4	22	1	25	5	28	27
通信	23	25	28	5	5	10	19	25	5	25	20	12	28	6	12	6	19	12
银行	28	1	9	7	20	1	2	28	15	19	25	1	5	23	6	27	5	7
非银金融	22	9	19	10	26	21	1	13	22	18	27	17	2	20	1	28	18	5
汽车	21	3	2	4	28	17	10	12	25	1	21	23	10	13	14	13	11	10
机械设备	6	5	6	18	25	18	5	18	13	10	3	25	23	16	11	14	20	21

资料来源：申万宏源研究

上图橘色接绿色的标记，标的是各个行业连涨两年后，下一年的表现，可以看出从2000年以来，如果一个行业连涨两年（橘色标记），那么下一年很大概率就会落在行业涨幅排行榜的后面（绿色标记）。

同时有一段描述性的文字如下：

行业年度轮动的市场交易特征：“事不过三”原则：没有哪个行业可以连续3年涨幅排名前5，除了2001—2003年的汽车，和2004—2006年的白酒（白酒实际上是细化到三级行业，图中一级行业的“食品饮料”是无法充分体现的）；**打破的动力在于ROE的改善。**

“前五后五”原则：如果该行业连续2年涨幅均为前5，第3年涨幅大

概率是在后五名。当时的背景是：2016、2017年连续两年涨幅在前五的行业是家电和食品饮料，所以观察这两个行业的行情能否持续，主要看ROE改善的持续性。

“差可以再差”原则：历史30次经验连续2年及以上表现后10名的申万一级行业，只有8次下一年反转，涨幅在前5名；**8次例外的根源仍在于ROE的改善。**

当时的背景是：2016—2017年涨幅连续两年都在排在后10年的行业是：传媒、军工、公用事业、机械设备，所以观察这4个行业能否反转，也主要看ROE是否能够改善。

如果我们简单使用排除法的话，其实在28个一级行业中，已经规避掉上面6个行业了[注]。还剩22个行业怎么办呢？

我又排除掉了常年大概率表现不好的行业，如前图所示包括：农林牧渔、商业贸易、综合和轻工制造，这些行业各个年度的表现都不怎么样（其实如果我提早看到这份研报的话，在上一节“季调环比年率法”的部分，我甚至就可以不考虑轻工制造而只推银行、医药了）。

这样，还剩18个行业。虽然剩下的行业仍然很多，但是我们已经排除掉了10个行业，而且你发现没有，2018年开年大家比较看好、表现也上佳的行业，还真的就不在我们排除掉的行业中。

这种从多个角度的相互印证，在研究过程中是很有意思的事情。

本节我们谈了通过策略研报挖掘下一个行业机会的方法。你可能还是有点不解，想问我是怎么找到这些研报的——我只能说：

如果你心里真的存在一个问题，研报就会自动来找你。这就像我们读书和看电影一样，如果你偶然看到赵汀阳的《坏世界研究》，那么你自然会对他其他的著作感兴趣；如果你在《文史参考》杂志上看到了关

于司徒雷登的专题，觉得有些内容超出你以往的认识，那你自然会想去找一本司徒雷登写的《在华五十年》来印证。印证的过程中，你自然会对他反复提到的人——比如傅泾波——感兴趣，那么你自然又会去找这些人的资料读读。也好比你偶然看到《勇敢的心》，那你很可能喜欢苏菲·玛索，于是你就自然去找苏菲·玛索主演的其他电影来看，看的时候，你可能又觉得她合作的哪位导演不错，于是你又找这位导演的其他作品来欣赏。

大概就是这么个过程——我只能说，如果你真的感兴趣，你心里真的存在一个问题而你又想解决它，那么研报就会自动来找你。而且，我觉得古今中外多数研究者走的都是这条路。

当然，好的研报平台和检索工具是必需的。

---

1. 此处部分内容来自《毒舌研报》2017年专栏文章，包括《A股中报秘密多，十位首席送秋波》《11家券商10家推荐金融股》《他说连涨两年的行业不能再买了》等，有改写。
2. 这种统计方法可以解决因公司利润季节性波动而导致的同比数据失真问题，在“中泰证券资管”微信公众号菜单“李迅雷专栏”《换个角度看中报》一文中，有详细解释。
3. 至我撰写本书的2018年1月，家电和食品饮料行业板块行情依然强劲，而全年表现如何还有待观察。事实上，只要有哲学思考，这个问题并不复杂：如果家电和食品饮料再涨1年，只会加大自身调整的可能性。因此，只要把眼光放长远，规律就不会缺席。

8.策略研报应用案例

社会学是应用心理学，心理学是应用生物学，生物学是应用化学，化学是应用物理，物理是应用数学。

——顾森《思考的乐趣》

策略研报是我的老朋友，翻看专栏的历史文章，策略研报差不多是我倾力最多的一个研报类别。这既反映出我这个研报初学者正常的认知路径——恰如我主张初学者先从策略研报入手学习看研报一样——也反映出策略研报贴近投资者需求，投资实用性相对较强的特点。

本章内容已经比较长了，结束本节后，我将转向下一章，谈谈阅读宏观研报的路数。

最后用两个案例来结束本章的内容——我们知道，与之前几年热衷炒新、炒小、炒差不同，2016—2017年的A股市场基本上呈现出白马龙头为主的行情，而且这种行情的演化是有逻辑的：从确定性一些到确定性更多，也就是说，从业绩好的一小部分股票（白马），逐渐演化到业绩相对好的行业主导者（龙头）。其实在策略研报中，这种演化逻辑是有清晰的轨迹可寻的。顺着这种观察，我们用两个策略研报的应用案例[注]来结束本章吧。

用策略研报判断行情持续性

2017年4月，以白酒和家电股为代表的白马股刚刚走过了一波较大

幅度上行的行情，市场的第一次犹豫大概在此时出现，只因一个悬念：悬念悬念，白酒家电。消费会废吗？白马非马耶？

白酒、家电代表的白马价值股——还能持有否？

如果你大量阅读了策略研报，答案是很清楚的，大多数卖方研报告诉你：来来来，干了这一杯，还有三杯。

国金证券李立峰老师对消费白马行情说了四句话：第一，预测估值（不是静态估值）不低，仅次于2006—2007年；第二，交易拥挤程度不算高，低于2011—2012年；第三，类似美国漂亮50行情，市场回归业绩；第四，白酒股价变化滞后于基本面变化，家电股价见顶滞后地产调控1年。总之，消费白马股价调整还没到时候。

海通证券荀玉根老师说，机构配置处于历史高点不是问题，可比之2013年第一季度的TMT行情，当时高不高？高。后面涨没涨，继续涨。好。所以说，震荡市阶段，业绩为王，你们不必担心。

化估值，主板震荡上行。面对倒春寒，另一个普遍关心的问题是前期涨幅较高的白酒、家电、中药、电子等白马股及建筑会否出现补跌？先回顾下2013年一季度TMT大涨，机构配置也均处于历史高点。当时也有很多人担心TMT二季度补跌，实际上之后TMT持续跑赢市场，根本原因还是基本面强劲。现

图2-37 荀玉根研报主要观点

申万宏源王胜老师说，消费品系统回调的条件尚不具备：第一，具有后周期景气，PPI见顶后毛利率持续改善2～3个季度不是问题；第二，暂无替代品，周期股、成长股、大金融一时都无法替代大消费；第三，市场回调暂时不会出现。结论就是这个：

要居安思危，也要认清消费品系统性回调的条件尚不具备。

图2-38 王胜研报主要观点

再选一份行业研究报告，来自长江证券家电行业首席分析师徐春老师，也算是行业研报与策略研报的相互印证：

那么问题来了，目前时点消费股真的出现估值泡沫了吗？我们的答案也是否定的，我们不能仅仅拿某些个股的估值来衡量消费品板块整体的估值泡沫，除少数个股估值提升较为显著外，很多消费品个股估值难言高估甚至部分仍属低估。以家电板块为例，年初以来家电整体表现好于预期，但实质上相关个股赚的更多还是业绩的钱而非估值的钱，我们做个简单测算，基于“年度股价涨幅

图2-39 徐春研报主要观点

实际上当时并非没有反对意见，我们当然要重视这种反面意见，看看是不是我们遗漏了什么。那么，有几个人怀疑白马股的行情持续性呢？

其实只有一位。某券商的策略分析师认为：消费白马股比较稳定的收益，在温吞的市场中被反显，从而更加亮丽，乃至久未唤醒的股性也活跃起来，β[注]也高了起来。翻译成人话就是，既然外面天寒地冻，那么车里面挤一点，反而还挺暖和。

期来看，这二者可能性都很小。在这样一个小范围波动，白马股 10%~20%的稳定预期收益看起来就有一定吸引力了，而放在以往，可能很多投资者都看不上。

图2-40 某分析师研报主要观点

他同时认为，要判断消费白马股接下来的走势，只要看市场波动水平就行，如果低波动环境走到尽头，白马股的边际买家就会迅速减少。

善，成为市场抱团的热点。所以**我们只需要跟踪整个市场的波动水平就可以对白马股接下来的走势作出预判**，不需要用产业集中度上升这样的长变量去预测短期的市场风格走向。目前全部A股的120日波动率已经创了历史新低（0.65%），中国波指也达到推出以来的低点（10.1），但已经降无可降，**白马股的贝塔值也升无可升，尽管白马股稳定的预期收益率对很多投资者而言仍然具有吸引力，但边际买家会迅速减少。**

图2-41 某分析师研报主要观点

这篇报告是4月19日发的，叫“价值的焦虑”；4月23日，这位分析师又发了一篇“价值的名义”，基本上已经修正了前期观点。此前，他推荐的周期股表现不错，但是比消费白马股稍差一点，4月23日的报告中，他明确表示，“我们建议核心配置风格从周期转向价值”——至此，事实上意味着基本没有策略分析师看空白马股了。

也就是说，通过对策略研报的紧密跟踪和观察，你完全可以判断出行情的持续性。

用策略研报观察行情演化

到2017年6月，漂亮50代表的白马股确实又涨一波且幅度可观，但研报风向又在发生明显的改变：从白马到龙头。

如果有持续阅读研报的习惯，这个演化一定会被你的一双慧眼发现，鲁钝如我，也能抓住，何况冰雪聪明如您。

当时的策略研报点出了白马到龙头行情演化的几个真相。

真相1：研报界已经完成“白马”到“龙头”的切换。还是那句话，必须重视主流研报。当你发现越来越多的分析师开始切换概念的时候，一定要尤为注意，因为他们在市场上的话语权很大，他们的考虑可能会影响到后续的买方行为。

通过研报搜索引擎进行统计，2017年第二季度以“龙头”作为标题的研报数量突然猛增至近2100份，超过之前两个季度的总和，也远高于长期以来的平均水平㊟。

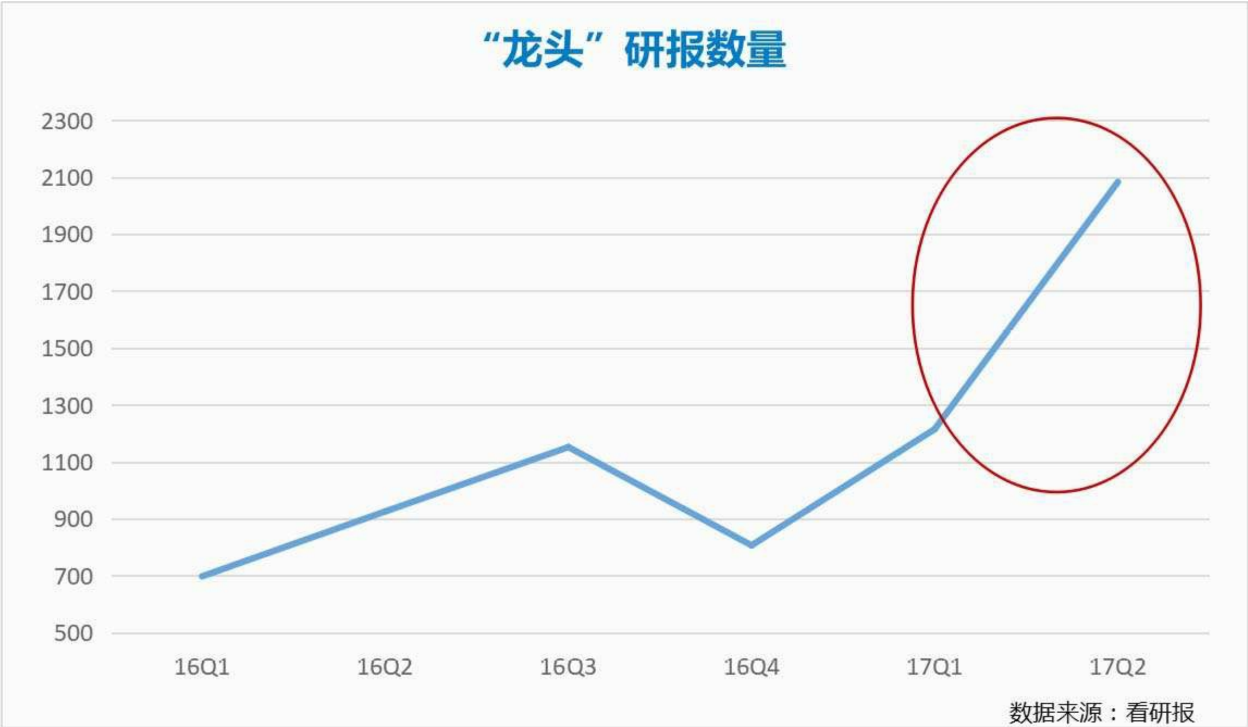


图2-42 2016年第一季度至2017年第二季度，以“龙头”作为标题的研报数量走势

行业研究几乎肯定是这股思潮的最大舞台：

表2-12 行业研报中高度关注“龙头”

- 房地产：政策风险逐步释放，放心拥抱优质地产龙头
- 食品饮料：龙头偏好风格不变，坚定看好白酒股
- 计算机：行业景气度略有回升，精选龙头个股
- 国防军工：关注军民融合持续推进及军工改革进展，推荐板块龙头品种
- 家电：抱紧龙头，享受趋势
- 商贸零售：新零售概念持续发酵，关注龙头和高成长标的
- 传媒：网络视听监管环境趋紧，利好龙头和国有文娱企业
- 造纸：市场仍在导入期高成长，国内品牌有望出龙头
- 汽车及零部件：关注新能源汽车和长期成长龙头

策略研究自然要登堂入室予以强化：

表2-13 策略研报也高度关注“龙头”

- 消费、金融、地产板块上涨，龙头大盘股维持强势
- 白马或将分化，关注成长龙头
- A股纳入MSCI，强化龙头主导的行情格局
- 紧跟流动性变化，配置价值龙头
- 龙头股走势的特征与原因分析
- 回归市场本质，选择细分领域龙头、布局成长潜力股
- 超跌板块、风格切换与龙头标的选择
- 调整中龙头策略不断验证
- A股远景：龙头估值从折价到溢价
- 海外成熟市场，哪些行业龙头有估值溢价？

真相2：由“马”到“龙”，意味着“很确定的一些”到“相对确定的更多”。安信证券陈果在6月发布的《A股终将从“确定50”走向真“漂亮50”》报告中，是这样阐述的：“我们认为当前A股投资者最追捧的相当多公司用‘漂亮50’形容并不贴切，这些公司比‘漂亮’更大的特性是‘确定’。”当然，陈果的主题并非由马到龙，他的重点在于中报作为试金石，可能成为中小创板块分化的起点，我只是截取了他的用意，用来说明分析师提示的“确定”的那部分股票的泛化，以及“不确定”的那部分股票的分化。

真相3：“龙头行情”意味着平庸时代对核心资产的锁定。这个判断取自兴业证券大佬张忆东的《核心资产的世界》，齐齐鲁认为这是当时质量较高的一篇报告，推荐精读。主要观点是：世界经济即将进入一个新的“平庸时代”，特点是低增长、低通胀、低货币扩张，这一时代的投资战略是“精选核心资产”；中国经济脱虚向实的过程中，“炒股”黄金时期已过，应聚焦“核心资产”，此时赢家通吃、强者恒强，龙头公司的竞争力将提升。

比如房地产行业集中度表现：

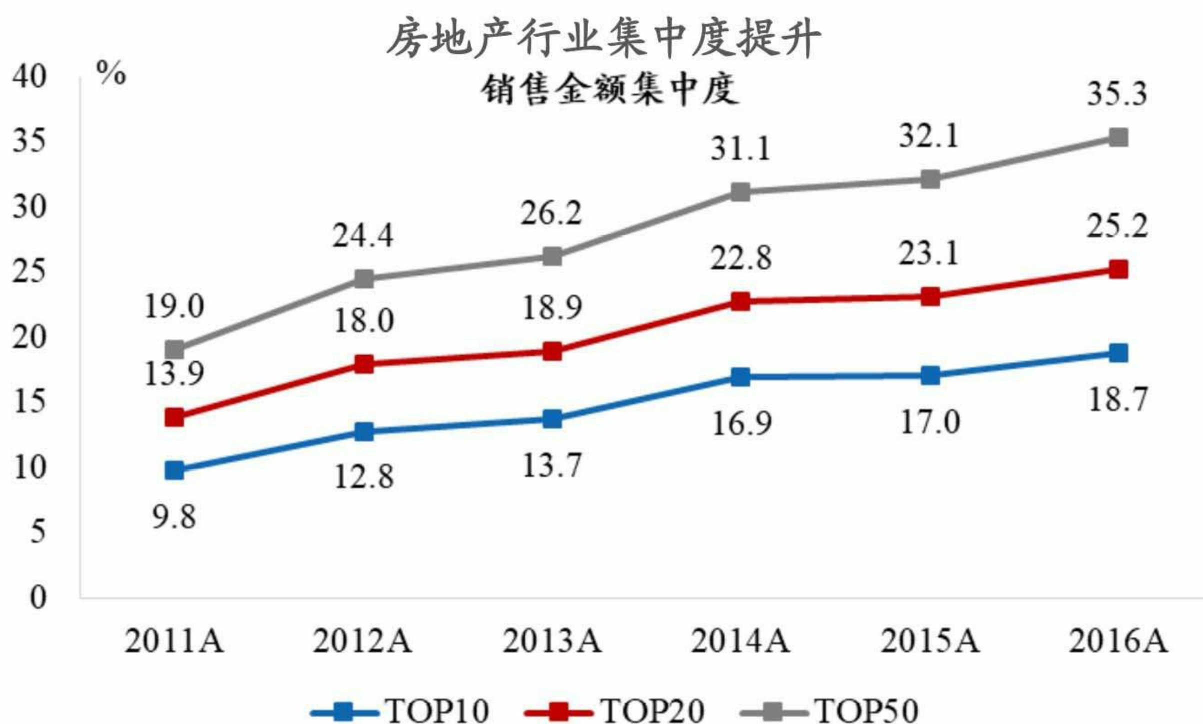


图2-43 房地产行业2011—2016年行业集中度情况

比如建材和工程机械龙头占有率表现：

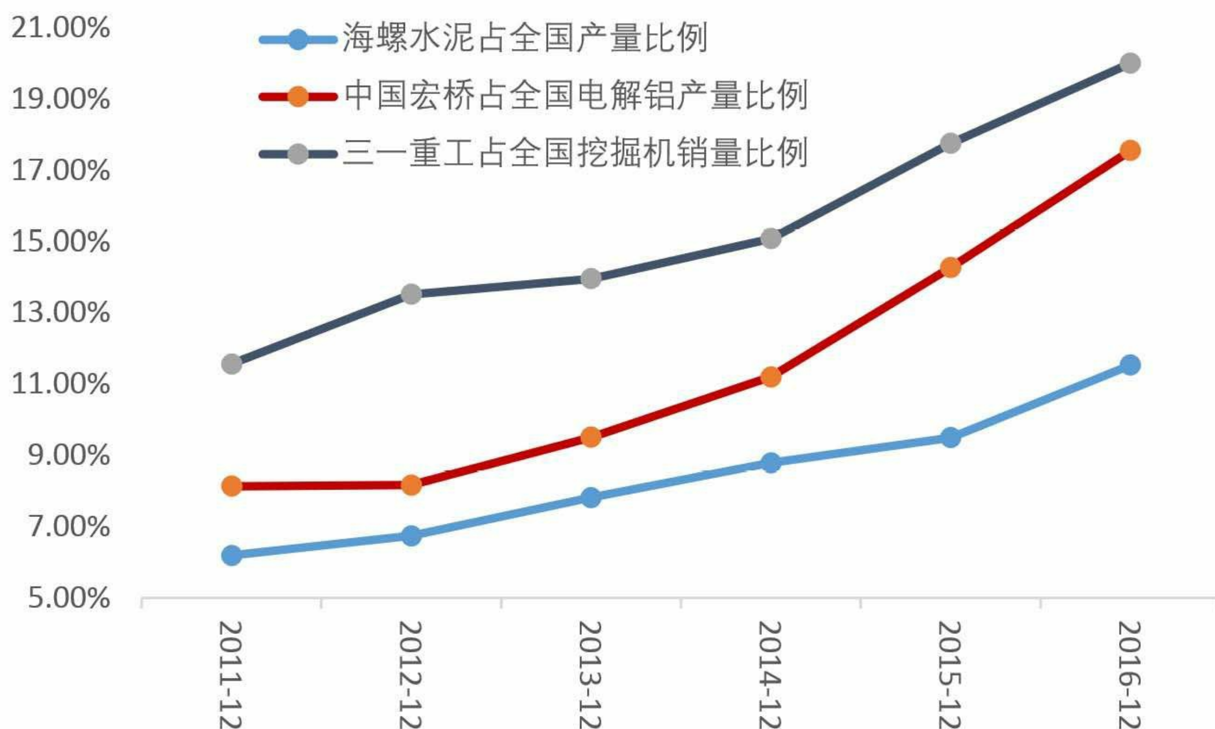


图2-44 建材、工程机械行业2011—2016年行业集中度情况

真相4：银行、汽车、房地产再受青睐。没毛病，策略定了，总要深入到行业。广发证券廖凌之前研报恰恰是《探寻“价值迁移”之路》，从经营绩效和估值的性价比来看，他可能觉得消费白马太靠右上方，因此提示了性价比可能更高的银行、汽车、房地产(注)，如图：

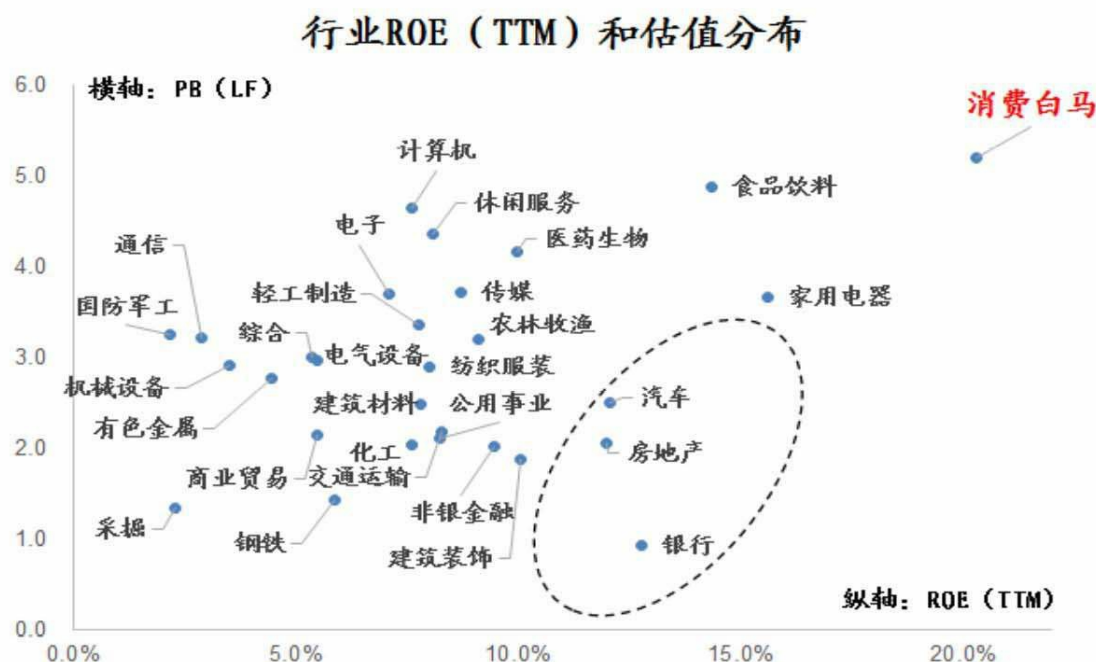


图2-45 廖凌研报揭示的高性价比行业

广发证券策略组在另一篇研报中梳理了目前估值低于历史均值的行业，看下图，看黄球明显低于浅蓝色杠杠的那些：这些行业包括房地产、建材、建筑装饰、传媒、银行、非银和汽车。

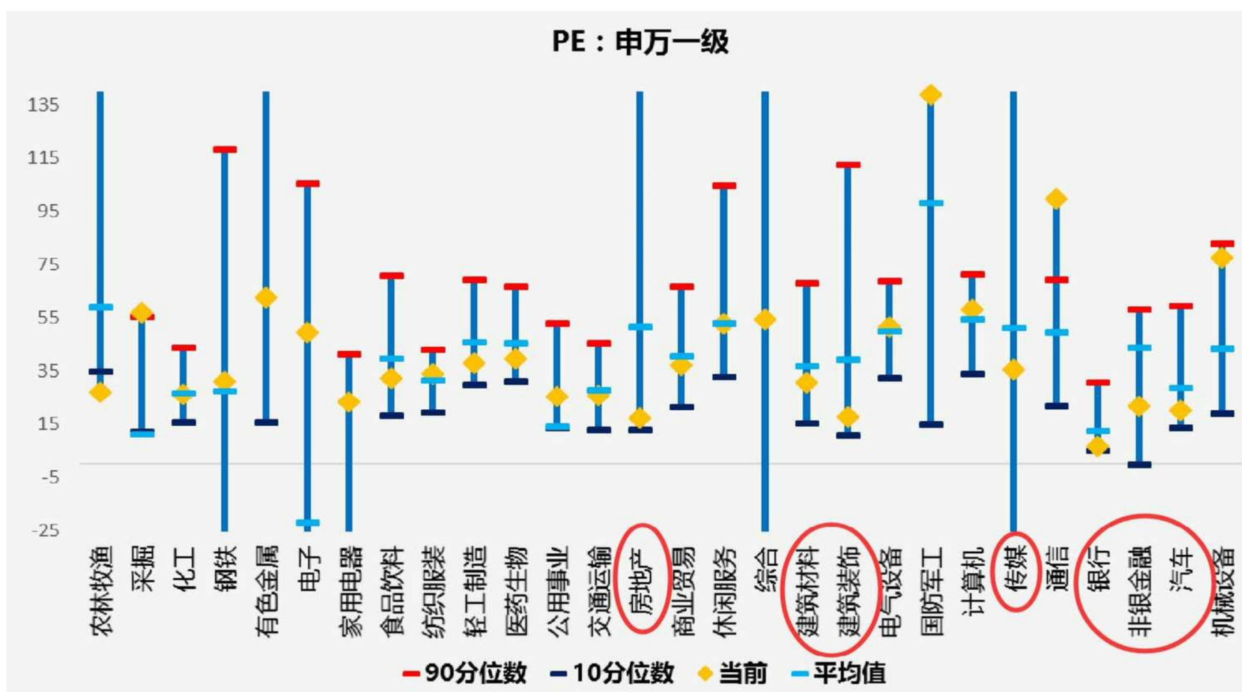


图2-46 广发研报揭示的估值低于历史均值行业

好，两个应用案例讲完了，本章结束！

---

1. 此处部分内容来自《毒舌研报》2017年专栏文章，包括《很遗憾，现在最大的炒作题材是“价值投资”》和《全市场高喊龙头，那我们说说真相》，有改写。

2. β，贝塔，通常用来说明与市场同向的收益水准，如果市场上涨1%，而个股上涨2%，则β为2；如果市场上涨1%而个股上涨为0.5%，则β为0.5。相对地，前者称为高β，后者为低β。

3. 通过词频统计对研报进行大数据分析（尽管我做得还很粗浅）也是一个很有效的分析方法，后文我会在专门章节中探讨这个研究方法。当然，这需要数据库的支持，我的方式是直接请求“看研报”后台为我拉取了数据，而后我根据研究目的，对线条较粗的数据进行了清洗，工作量相对来说比较巨大。目前很多年轻人熟悉相关爬虫和统计技术，相信会比我做得好得多。

4. 廖凌推荐的这个组合半年后开始有超常的表现，短期涨幅惊人。这既说明了研究价值所在，也说明研报的确适合以中长期视角切入。包括广发策略组在下一图中的推荐组合，中长期表现也较为出色，哪怕是当时绝对属于市场冷门的传媒板块。事实上，最早关于白马股的推荐研报，也比白马股行情真正出现，要早半年以上的时间。

第三章
上节自习课

1.这本书看到这里就够了

> 如今我走到人生十字路口，我知道哪条路是对的，毫无例外，我就知道，但我从不走，为什么？因为他妈的太苦了！
>
> ——史法兰中校《闻香识女人》

其实这本书您读到这里就够了。为什么呢？

因为，对于入门者来说，基本上，你只读策略研报，也就够了。这个结论可能很武断，但也是经验之谈。如您所见，上一章的内容已经太长了，我之所以不厌其烦地讲策略研报，就是因为总体来说，如果您是研报初学者，那么您把策略研报读明白，大概其也就够用了。

您说，策略研报顶多是给条投资主线，最多深入到行业，还没点个股啊，让我怎么用？

其实现在有蛮多行业分级基金的B份额（目前要求有30万元的资金门槛才可以投资，而且可能的投资风险较大），也有行业指数基金，基本上看好哪个行业，直接买就行，还真不用费心挑个股。另外，策略研报中有时也推荐所谓的“金股组合”，但是“金股”还真不一定能跑过指数，真的。

还有一个原因是，无论您想从策略研报向上触及宏观研报，抑或向下接触行业和个股研报，其实都蛮难的。这个过程，除非您立志要拿下，否则投入的精力不小，还需要一些悟性。

希望您能坚定信心——如果您期待自己的投资局面能够真正出现改

观的话。

在我们继续深化讨论之前，容我稍微简单回顾一下上一章的内容，也作为本章的一个引子。

上一章拖堂太严重了，所以把小结放到本章第一节来说。也就几句话：

上一章我推荐大家从策略研报入手，学习看研报。我主张的方法是：大量阅读、逐字阅读，比较研究，概括主要观点，寻找一致预期。强调通过策略研报的阅读，寻找投资主线逻辑；用策略研报和行业研报相互印证，去伪存真，挖掘潜在的投资机会；用策略研报来检验估值、行情持续性，并判断行情深化、扩散的走向。

基本上，这个方法也可以外推到接下来的几章内容，无非是讨论的主体从策略研报变成其他类型的研报而已。所以，基本方法我就不再重复了，您就把上面几句话当成一盘录音带，每当你在看研报的时候，想起方法论的问题，那你就让这盘录音带自动播放一下，咱们都省事了。

本章我会讨论宏观研报，也就是在研报这个班级中，咱们说完班长，开始说班主任了。但是丑话说在前面，班主任这节课，基本是一堂自习课。为什么呢？一是因为宏观研报我也就看个七七八八；二是因为对于一般投资者来说，如果您不是特执着、特追求完美的类型，其实宏观研报对指导您投资的意义，不算太大。

话说我的高中班主任，他是位语文老师，非常开明、专业和爱学生。大家都知道，对于高三的文科班学生来说，此时提高语文成绩的空间已经基本没有了。不管怎么考，语文大概就是那些分。高三的时候，学生睡眠普遍不够，所以我们班主任默许一些同学在他的语文课上睡觉；他也同意其他科目（特别是数学）老师占用语文课时间补别的内容。高三文科班的语文课，好像真的没什么用了。

那么，为什么还要就宏观研报专门写一章呢？因为，我内心觉得，宏观研报简直是研报中的清流，属于那种“无用之用”，属于情节推进过程中的BGM（背景音乐），对于真想深入学习的人来说，心里有宏观背景这根弦，到了一定的段位后，投资操作更游刃有余。

此时我又想起了我的高中班主任，果然，最终还是语文伴我走得最远。现在思绪有些混乱，词不达意了。

咱们还是赶紧上课吧！

2.宏观研报的初体验

> 朕那日在御花园初次见你，你独自站在杏花影里，那种淡然悠远的样子，仿佛这宫里的种种纷扰人事，都与你无干，只你一人遗世独立。
>
> ——流潋紫《甄嬛传》

首先，我们来一起建立宏观研报的世界观：对研报新手来说，那就是淡然悠远，有点不食人间烟火。

为什么我这么说新手呢？因为作为新手的我，刚开始看宏观研报的时候就有这种感受。但是，宏观研报对于大类资产配置和择时是有实际作用的，尽管一开始，你很难在深邃悠远的宏观研报中感受到。

我决定，先从一篇对2017年新财富宏观冠军——广发证券分析师郭磊老师——的专访开始，帮大家建立起宏观研报的世界观[注]。本篇内容比较轻松，还有不少郭磊制造的段子，适合大家无负担地进入宏观领域。

2017年新财富评选宏观分析冠军是位新面孔，来自广发证券的郭磊团队改变了海通证券姜超团队4年3冠的“霸榜”局面。甚至此前5年，郭磊的名字都没有在上榜团队中出现过。

9月下旬，齐齐鲁突然对郭磊团队产生了兴趣，主要是因他在研报中对人口红利拐点的不同看法。通过朋友取得联系后，9月24日那天，齐齐鲁把郭磊的微信朋友圈刷了一遍，足足收藏了29个郭磊发的朋友圈，都很精彩。此后又几次讨论过具体问题。

遗憾的是，在评选结果出炉前一直没有下决心写写郭磊。所以，在新科宏观冠军诞生后，只好第一时间发起专访——这个篇幅的专访，似乎在郭磊夺冠后还是第一次啊！各位毒友有福气！

这位新面孔其实是个段子手，但本性还蛮老派的。

1.请您简单介绍一下自己和广发宏观团队。

我是2006年博士毕业，算起来做宏观研究已经超过10年。最初是在一家保险机构；2010年进的券商，在卖方这一行目前是第7年。宏观分析师修炼过程会比较慢，我自己做首席带团队是从2015年5月开始，不到三年。

广发宏观团队就更年轻一些，去年7月开始组建，目前五个人。当然，我们一直都欢迎志同道合的杰出青年加盟。

> 挺喜欢《暗算》中安德罗的一句话，“风是看不见的，破译密码就是看见了风”。预测似乎也是如此，你看到远处一杆幡，你看不见风，你设想风的方向和速度，你屏住呼吸，假设和幡一起动，你验证它的下一步……这个过程一是心静，先验的判断和周围的声音是最大扰动；二是手熟，再好的经验，疏于练习也会逐渐丢失敏感度。——来自郭磊微信朋友圈

点评：宏观分析在证券研究中地位较高，所以分析师很少“速成”。从郭磊的段子也可以看出，做宏观分析要“心静”“手熟”，很有工匠味道。

2.成为新财富新科宏观冠军，您有何感想？您在参评阶段曾经说，买方应该给研究质量高的团队打高分，这才能保证今后看到越来越多的高质量的研报，

这个结果是否如您所期待的那样？

拿到第一之后，收到不少祝贺短信和微信留言，包括不少卖方同行的，其中出现频次最多的一个词就是“市场有效”，我挺喜欢这句评价的。

就宏观研究来说，其实它一直是市场关注的一个焦点。被关注的原因无非是两点：一是在自上而下的传统研究体系下，宏观研究对于策略、行业逻辑有一定的指导意义；二是宏观问题不仅关乎股票、债券、商品等多个市场，同时也关乎每个普通人的衣食住行，即无论持什么观点，宏观往往都会比较有话题效应，有眼球效应。这两点其实也是**宏观研究的两大价值：“研究价值”和“流量价值”。**

在移动互联网时代，获得“流量价值”的方式很多，也越来越容易花哨。但只有“研究价值”对于投资才有意义。我一直觉得在这一点上市场需要有一个正常的激励机制。你鼓励什么，你就会得到什么；这个市场只有对研究价值有鼓励、有激励，好的研究才会越来越多。

我们深信如果市场有效，规则会越来越向“研究价值”回归。

点评：1.传统研究体系是自上而下的，也就是说，自宏观而至微观，自宏观而至行业、公司。所以宏观研究对于策略、行业研究有一定的指导意义。特别是房地产、金融等“周期之母”行业，其投资高度依赖宏观研究；煤炭、钢铁、有色、航运等典型的周期性行业投资，与宏观研究的关系也非常密切。关于郭磊所说的“宏观用略low（低级）的方式来博出位”，这件事后面我会讲到。

3.您认为今年夺冠的原因是什么？

主要缘于我们团队两方面的贡献吧。一是相对还比较准确的拐点判断，比如2016年第三季度末连续7篇报告提示利率上行风险，2016年第

四季度末提出“名义GDP回升将是2017年最大特征”及“出口航运复苏元年”，2017第一季度初全市场首提“朱格拉周期启动”。“朱格拉周期”这个判断，对判断2017年的宏观经济逻辑来说，应该是挺有启示意义的。

另一方面的贡献是我们做了全行业最系统的宏观研究方法论梳理，比如我的利率的三个标尺、汇率的三个标尺，张静静的海外宏观和大宗商品系列、周君芝的金融市场与资产负债表系列、贺骁束的跟踪实体预测方法论系列，都一度影响挺大。

> 有不少朋友都不约而同给我转来一篇文章，那就简单回应一两句吧。是的，“产业更替是朱格拉周期的本质，不是看图作业般的‘均值回复’”，这句话没毛病；但问题是，除非我们有上帝视角（上帝视角下我们倒完全可以用黑格尔一样的自信和深奥评判整个世界），否则每个十年到底是哪些产业在崛起，到底是怎样的量级，每一轮都是事后才能清晰的事情。就事前来说，经验规律性恰恰是现实世界留给经验研究的唯一线索。
>
> ——来自郭磊微信朋友圈

点评：周期研究是宏观研究的一个重要方法/对象，后文会有专节介绍周期研究。事实上，2017年，郭磊用“朱格拉周期”解释宏观经济运行特征，确实有较好的解释效果。另外，郭磊微信朋友圈提及“经验规律性恰恰是现实世界留给经验研究的唯一线索”，这句话我不能再同意了——尽管很多人认为事后的经验研究是“马后炮”（我在写行业研究的系列专题时，就遭遇过这种评论），但是就事前来说，经验研究差不多是唯一线索——虽然经验研究的结论不能简单外推，但除此之外，几乎也没有其他线索了。

4.请您列几份今年代表性的研报，并简介一下，这些研报好在哪儿？今年的宏观研究中有遗憾吗？是

什么？

在我们的公众号“郭磊宏观茶座”中可以看到我们的每篇研究。

我们的报告相对还比较受欢迎，可能主要因为是比较精细的“手工制作”吧。我自己保留着一线助理的习惯，比如每个月PMI数据、经济数据、企业经营数据的点评报告，我都会自己完成。我觉得“手感”是蛮神奇但是极重要的一件事情，首席如果不保持着处理和分析数据、做图表、码报告的习惯，会慢慢没有预测手感。我的小伙伴们也一样，他们负责专题，我要求他们在做专题的过程中尽可能手工制作，再优秀的实习生只能辅助处理数据。

遗憾当然会有，比如年初忽略了人民币汇率可能出现的积极变化。所以前段时间，我特意研究了一下汇率。

> 若每天都顺手跟踪一下三个数据，即发电耗煤、30城房地产成交面积、螺纹钢价格，如果能做到每天，基本上可以避免对中国经济做太过极端的判断。宏大叙事的习惯，往往都是因为低频关注。
>
> ——来自郭磊微信朋友圈

点评：郭磊微信朋友圈说的三个数据，大家可以试一下，我本人没有试过，也不清楚那是种什么感觉。时至今日，越来越多的人对中国经济的态度转向乐观，但我总是感觉，他们的“乐观”并非基于长期视角；有时我觉得他们的乐观好像反而是长期视角下的悲观因素。不过这也没什么，悲观者经常正确，但只有乐观者才有所收获，不是吗？

5.其他参评宏观团队都很优秀，在您看来，其他团队的优势和专长是什么？

宏观这一行其实高手如云，大约有十个团队都有自己的鲜明特色。再加上固收团队的宏观研究，一个数据出来，有二十个团队会同时提供自己的东西，竞争是红海。

我会定期阅读绝大部分同行的报告。我们知道，对于高校，对学院式的科研来说，关注同行是广泛了解这个领域前沿想法的一个必然过程。其实我们这一行也一样，同行间不只是竞争关系，也可以相互充电，毕竟大家知识结构和研究习惯都会有所不同。

目前前五的都是卖方宏观的一方诸侯，都有他们自己的优势，很多报告读了都是开卷有益的；其他的比如**牛播坤团队关于财政问题的研究，赵伟团队关于结构转型的研究，李超团队关于货币政策的研究，也都是很好的。**

点评：除了文中提到的三人可供参考外，其他场合请教过郭磊，他认为有特点的研究至少还要包括**谢亚轩团队关于外贸的研究。**

6.广发宏观团队的架构是怎么搭建的？您的团队规划和管理有何心得？

这一点也是很多人问过的，我觉得也算是我们团队的特色之一吧。我最初设想的宏观团队，就是打破承包—转包的包工头模式，建立一个基于实体、货币、海外、大宗、政策分析、宏观量化这样架构的纯内容分工合作的组合，团队中每个人，首先必须是独立的研究者。

目前在我们团队中，我负责国内常规数据分析和宏观形势研判，张静静负责海外宏观和大宗商品，周君芝负责金融市场和流动性，贺骁束负责高频数据和实体产业链，吴棋滢在做研究助理，同时负责一些专题领域如财政、消费等的研究。

我的理解是就分工来说，首席一定要自己负责写点评，如果小伙伴

去写，即使有个人看法也不会去“拍板”，只能拿着团队既有的标签去套，这样的报告，对边际变化是极不敏感的，研究会越来越口号化，而首席在这一过程中也会对数据丧失敏感性；而首席最好不要直接负责专题，也不要为任何一篇专题先列标题或者框架，因为专题是一个在独特领域越钻越深的过程，需要分工后的专业化。团队伙伴作为重要的角色球员，会钻研更深。

这种模式可能和目前主流模式是相反的，但它确实是广发宏观的核心竞争力之一，确保我们每篇报告都能够脱颖而出。

> 刚才建议我们组同事把其他报告缓个半天发，现在处于汪峰时段，就是说除了雄安外你发其他任何研究都会有一种汪峰的感觉。
>
> ——来自郭磊微信朋友圈

点评：这个回答对我们最重要的一句话是**把宏观研究分拆成实体、货币、海外、大宗、政策分析、宏观量化这六个角度。**

7.很多买方乃至普通投资者认为，自下而上选股是很好的策略，因此认为宏观研报对指导投资的意义有限，您怎么看这个问题？

选择好的公司很重要，但是对长期投资者来说，有两件事情同样重要，那就是“择时”和“配置”。

择时一是让你认清大的趋势，二是帮你识别大的风险。举个例子，比如我们要种下一片鲜花，我们当然要选择优良的种子，但同时也需要选择合适的季节去种，至少不能选择严冬酷暑之前。择时就是告诉你四季轮换，以及你的种子需要种在什么季节。

配置是让你的资产布局变得更为合理。还是用前面这个比喻，好的园艺师可以巧妙地岔开花期，让花圃至少每个季节都有看点。

择时和配置就是宏观和策略的任务。这一点和自下而上择股并不矛盾，自上而下和自下而上的结合，是投资的终极艺术。

> Costa里面很拥挤，有拿铁的，有拿铜的，有拿小金属的。
>
> ——来自郭磊微信朋友圈

点评：请记住，**择时和配置是宏观研究的两项重要“功能”。而且郭磊明确说了，这只对“长期投资者”有意义。**

8.对于2018年经济形势和行业形势，您怎么看？

我们认为中国经济目前一则处于一轮婴儿潮影响下，二则处于一轮全球贸易趋势影响下，经济不会太差，明年趋势增长率不会有明显变化。

房地产销售和投资的贡献将会有所下降，制造业投资贡献将会有明显回升。

从产业线索来看，我们看好两个线索，一是“朱格拉周期”，明年可能出现的传统制造业技术改造和新产业扩大设备投资将会带动朱格拉周期进入第二阶段；二是“工程师红利”，在创新驱动的大环境下，前期研发投入将会进入一个收获期。

> 作为卖方，每天路演前三省吾身：我运气好吗？我真正投入吗？这是一个名利场我愿意吗？
>
> ——来自郭磊微信朋友圈

图3-6 郭磊微信朋友圈段子

9.我没问到但您特别想表达的事情。

给好的研究以溢价，世界终将更好。

流量控制绝对可以压倒上火、水逆、风险溢价，位列四大借口之首。

——来自郭磊微信朋友圈

图3-7 郭磊微信朋友圈段子

去理个发简直是和店员斗智斗勇。他先是感慨说我头发一洗就掉，应该做头皮检测，我说我不喜欢头发太多，显着乱。他呵呵一会又转换思路，说我两鬓头发白了，不如染个发。我说我好不容易熬到有点白，黑的太年轻了。他沉默一阵，开始说办卡的种种好处，后来说到“办了卡才20块一次，我们还要送你饮料，基本就不赚钱了”。我来了兴趣，帮他算成本，算来算去我俩都认为这确实不赚钱了，我说：“那最后你们肯定跑路”。他说：“……”

——来自郭磊微信朋友圈

图3-8 郭磊微信朋友圈段子

最后奉献一个郭磊讲的鬼故事，这其实是一道考查您的智力是否适合阅读宏观研报的试题，如果您看懂了这个故事，那么恭喜您，您有资格继续阅读下一节了……

打开了一瓶水，准备烧开后泡杯茶。电热壶声音响起后，正准

备转身，突然觉得哪里不对。房间吧台有四瓶水，我拿了一瓶，为什么剩两瓶？我又看了下四周，确认是剩两瓶。我看了下表，过12点了。然后我又想起一个细节，于是一阵后背发凉：确信昨天我经历了同样的事情，只是当时转念就过，以为自己一开始数错了。然后我差点有冷汗出来，再然后我突然想明白了……#我可能是困了，不过吧台那位置真不适合有镜子#

——来自郭磊微信朋友圈

图3-9 郭磊微信朋友圈段子

我是开玩笑的。

---

1. 此处部分内容来自《毒舌研报》2017年11月28日专栏文章《郭磊：夺冠之后》，有改写。

3.宏观研报入门心法

找一个研究起来比较困难且充满争议的科研课题，先阅读一些普通的参考资料而不是详细的专论，大略地了解一下这个课题。

——圣地亚哥·拉蒙-卡哈尔《致青年学者》

《致青年学者》这本书出版于一个多世纪之前，在整理我自己的书稿的过程中，《致青年学者》给了我很多启发，你可以发现，前文中我几处表达都有这本书的精神实质。可见，从认识论的角度来说，人类暂时还无法发现革命性的办法——认识一个陌生事物，永远是这样一招。

当然，我们的研究和拉蒙-卡哈尔有很大不同，他说："在进行几个月的实验研究工作之后，请查阅有关该课题的最新文献，如果你得到的结果与文献中的结论相似，如果你对那些争论最为激烈的问题的看法与著名的权威人士一致……那么请放下新手的羞涩，勇敢地摘取科学的果实吧！"这总体上是个适应自然科学的方法。

但我们不同，我们是社会科学的领域，在这一亩三分地上，永远存在着很多似是而非的意见，你甚至无法取舍。通常，由于"反身性"(注)的存在，你可以选择相信头部分析师的"一致预期"，因为他们对市场的影响力比较大；但不巧的是，因为宏观经济这个系统的复杂性太高，宏观研报的争论总是那么大，正反两方面或许都有"一致预期"，此时你就会无所适从了。

怎么办呢？办法就在问题本身——其实，如果你已经观察到了争论的存在，这说明你已经得门而入了，接下来，你或许可以做以下几件

事：

1. 如果你自己不能形成准确判断，千万不要试图引用宏观研报观点指导投资和资产配置。

2. 对正反双方的观点和主要证据做总结，牢牢记住它们。

3. 观察正反双方观点的边际变化(注)，并评价正反双方力量对比的变化。一般来说，力量加强的那方意见，最后往往被证明是对的。

4. 对预测结果准确的研报和分析师，把他们的逻辑尝试总结一下。

5. 对预测结果失误的研报和分析师，只分析他们谈到的逻辑哪些发生了，哪些没发生，记下经过验证的逻辑（逻辑正确但预测结果失误，是极为常见的情况）。

6. 把4和5中留下的逻辑记下来，这些就是你的背景知识。

7. 尝试用你掌握的背景知识，来解释、比较、预测下一阶段的经济运行。

看着步骤挺多的，实际操作的时候这都是一股脑的，请相信你与生俱来的学习本能。

好，下面我们用几个案例(注)来说明上述方法的使用。

拴对儿，这是个本事

“拴对儿”（北京方言）的意思是把两个观点、脾气、趣味相反或相同的人撮合到一块儿，使其结合或者争斗的行为。进行上述撮合操作的人，是世界上最坏的人（说你哪……还有我）。

2017年是观察宏观研报争论最好的一年。因为争论不用你找，争论会主动找你。

或许你会问，为什么一定要通过争论的方式来学习宏观研报呢？答案很简单，这样有意思，而且也比较快。不大准确的比喻，好比战争吧，双方的诉求是很直接的，比政治谈判直接多了；争论也是这样的道理，争论的时候效率比较高，双方（或一方，2017年实际上是一方比较活跃，另一方自重身份）用最伤对方的话，直接往对方肺管子上戳，这让你直接就能把握住矛盾的焦点所在，否则你看个一二十份研报，也不见得就拿住要领。

比如，2017年，宏观研究领域关于“新周期”的一场争论，来得就非常直接——其中一方上来就下了战书。

“近期市场对本轮经济周期前景产生了较大的分歧、争论乃至对立；虽然宏观经济领域经常存在分歧，但像近期这样观点如此对立，是不多见的。”

2017年3月，时任方正证券首席经济学家的任泽平，连续在两篇研报的第一句话，做了上述求战宣言。其中研报副标题更是：“近期市场分歧和我方立场”。

基本上这是个摊牌的意思，任泽平这个研报文本的贡献有三：一是态度一如既往鲜明，配得上战士乃至坦克。二是梳理了近期的“较大分歧”，概括能力比我强（你看，这就是看争论的好处，连观点分歧都帮你总结好了）。三是重申了一个思路，有助于我们全面看待周期问题，后面我会详细解读一下。

我们先看任泽平的“我方立场”，**核心论点：不能忽视供给约束而过于强调需求逻辑。**翻译成文言文就是：如今是卖方市场而不是买方市场。在以前买方市场的情况下，100个卖菜的，10个买菜的。那10个买

菜的牛啊，不仅讲价而且还挑挑拣拣，西红柿挨个捏一遍，黄瓜不顶个花刺，少一根就开骂。要是今天菜市场少来几个人，这100个卖菜的就饿肚子，人人吃不饱吃不好。现在呢，是只有1个卖菜的，但是有10个买菜的，卖菜的是大哥，哥就涨价，爱买买，不买滚，倒要看你们吃不吃？

你说卖菜这么赚钱，那立马增加100个卖菜的不就得了吗？书上确实是这么说的。但任泽平认为，经济已经下行六七年，加上去产能，退出的企业资产负债表遭到极大破坏，想复产，迅速释放产能是不现实的。

所以任泽平的会说“剩者为王，赢者通吃”。大家不必担心周期品价格上涨后供应马上放量，量产之后会把价格砸下来。换句话说，新形势下，GDP增长5%，（包括生产周期品在内的）企业效益也比原来GDP增长8%的时候好，这就是任泽平说的“新5%比旧8%好”。

任泽平还有一些论据，但全部是阐述需求不弱的，就不赘述了。当然需求不弱也是他的重要论据，有心人可以自己找来看看。

这次任泽平的辩友量级并不低，首席分析师级别的略过，直接上首席经济学家级别的：

先是大佬姜超，同一时期，他最有代表性的报告有两篇：《繁荣的顶点》和《这轮涨价不靠谱》。虽然2017年已经过去，但是如果你想了解2017年的市场和研究，这两篇研报仍然值得一读。

择要说一说，兼顾回答前面任泽平的逻辑是否成立的问题。是否卖方市场得看结构，光卖菜涨价赚钱不行，饭店也得涨价，食客还得舍得花钱，大概其这个意思。于是姜超团队做了个研究：1.“剩者”明显吗？或者说集中度提高了吗？答案是煤炭行业集中度反而下降了，钢铁行业集中度持平于2014—2015年，但比2013年前高。水泥、商贸集中度提高

了，但龙头在寡头中的占比反而下降了。总之，有限。2.“为王”明显吗？或者说利润是向头部企业集中吗？答案是肯定的，比如四大煤企行业集中度下降了，但利润占比却从75%上升到85%，八大钢企也是如此。总之，赢利靠涨价。3.结论：“大企业玩起了实业套利”，所以涨价不可持续，也不靠谱。

2017年3月3日，大佬刘煜辉一次论坛演讲被广泛传播。这个演讲洋洋万言，精要是这样几句话：“我们正在经历的是一个泡沫收缩的时间，一个由虚回实的过程，一个重塑资产负债表、重振资产回报率的阶段。这是我们认知今天正在发生的，以及未来一段时间将要发生的一切的基础。有这个基础在，中国经济还悬在空中寻求着落的方式的时候，突然要“空中加油”开启一个新周期，确实不太容易相信。”

想看论证过程的朋友，需要花半个小时安静的时间，这篇演讲叫《刘煜辉：“空中加油”的新周期还是滞胀的“桑拿房”》。

好，到此时，拴对儿的过程基本完成了。您什么感觉？

宏观研报果然不像策略研报那么好读是吧？比如供给和需求，这种词汇，每个字您都认识，但组成词您大概就不很明白了。这就是我丑话在前，说您可能读读策略研报也就够了的原因。

真正感兴趣的朋友，您可以去买一本N.格雷戈里•曼昆写的《经济学原理》，真的不费劲，我是大学毕业第一年零基础读的（实际感觉有初中文化水平就能读懂），很容易。

另外，还要再加个背景。正如我们在第二章里面提到的，2017年是供给侧改革作为最重要投资主线的一年。所以，这一年宏观研报中争论的焦点就在于：供给侧改革是否带来了经济的“新周期”。所谓“新周期”，必然带来企业盈利的好转，从而作用于股价表现。而若持反对意见，则不会看好股市（权益性资产）的整体表现。

沿着这条路径，我们可以把这场争论推向第二季了。通过对一位著名分析师研报的解剖，我们可以试着从看热闹向看门道做做努力。

姜超的独白：内心忐忑

2017年3月，新财富评选宏观研究拿了冠军（4年拿了3次）的著名分析师姜超，在中泰资管客户闭门会上发表了长篇讲话，我们结合这个讲话来聊聊宏观研报的研究套路。请注意，讲话原文均使用直接引语，其余是我个人的点评。

今年前两个月，我们过得有点焦虑，心里很忐忑——因为经济数据确实非常好，比如挖掘机、重卡等数据都是特别好，以往只有在经济繁荣期才会出现这种数据；此时各种新的理论会出现，比如中国经济U形见底回升，比如中国经济新周期启动了。

点评：挖掘机、重卡等数据鲜亮，往往用以表示经济处于繁荣期，这与中国经济之前30年主要靠投资（突出表现为基建）驱动密切相关，所以挖掘机、重卡数据反映经济形势，也成为宏观分析师观察经济的重要窗口。

我也挺想写这类报告，因为看起来比较有正能量。但想来想去，发现今年应该不用这样写了。过去3年，好像什么都涨过了。股市涨过，债市涨过，商品、房子都涨了。这样看，未来应该是没什么东西可以涨了。所以我们近期主题报告的标题就是《繁荣的顶点》。

当然，我对债券表现长期还是比较乐观的，虽然短期情况大家可能比较难受。

点评：因四年三冠的“余威”，2017年姜超的宏观报告仍然广

受关注，虽然被指“全年看错”（2017年股市整体体现为结构性的牛市），但我个人认为，仍然要给这种观察以足够时间来检验。其实换个角度看，2017年也是结构性的熊市，对于常年习惯于投资小盘股的投资者而言，2017年并不是一个好的年份，因此，即便“全年看错”，对于这些投资者来说，也仍然是“全年看对”。

看去年：熟悉的配方，熟悉的味道

首先我们看经济的变化。

过去一年宏观经济指标没有太剧烈的变化，发电量、钢产量、挖掘机、重卡等微观指标表现非常好——中国经济似乎在演绎一个不一样的故事：是不是我们的经济结构已经发生变化了？

答案并非如此，中国经济其实还是熟悉的配方，还是熟悉的味道——还是靠投资拉动，这是不变的。所谓变化，就是我们投资拉动经济增长，使用了更多的钱：

去年我们投入了25万亿货币，只创造了5～6万亿的GDP；相比之下，早在2007年，我们的年度新增GDP就在5万亿左右，而当时投入的货币不过7万亿。为什么融资持续超增而经济增长有限呢？

主要原因在于，过去经济的高增长是依托人口红利，而现在人口红利见顶，但技术进步的要素驱动并不显著，只能靠资本驱动——钱撒下去，经济增长的效果有限，副产品就是各种涨价。

从这个角度来说，去年的各种涨价，包括房价的上涨，根本原因还是杠杆加得太多了——货币的投放可以解释这些现象。

点评：回顾2017年的宏观经济，中肯地说，姜超的研究有得有

失。从传统因素来说，我认为姜超对基本脉络的把握没有大的问题。的确，从要素角度来说，人口、资本和技术三类要素中，宏观经济主要仍然是靠资本驱动。但是，2017年投资、消费和外贸三驾马车中，外贸改善是最超出预期的，很多分析师并没有充分预计到这一点。所以说，这是有得有失。

看当下：加息周期已经开始

今年货币政策正在发生变化，突出表现是所谓的变相加息开启——2月份上调了7天逆回购利率，前不久又提高了各期限逆回购利率和MLF利率。需要指出的是，中国的利率有两种，一种是存贷款利率，另一种是金融市场利率，所谓的变相加息是针对后者，也就是说，金融市场已经开始“加息”了，可以定义为加息周期已经开始。

点评：存贷款利率可以理解为资金的“零售”价格，金融市场利率可以理解为资金的“批发”价格。不准确但比较形象的理解方式是，金融机构以“批发价”获得的货币，可以“零售”给工商企业。

为什么要加息？我们的判断应该是为了稳定人民币汇率。

总的看，因美国企业减税计划已经成为共识，美国工商企业的投资意愿明显提升，美国经济有望从存货周期转向设备投资的景气周期，周期一旦启动，将是长达5～7年的复苏，因此，美国是有能力和底气加息的。但美国的加息周期往往开启其他国家的危机模式，一旦加息周期开启，就意味着新一轮的“剪羊毛”开始，对于这一点，我们必须小心警惕。

一种应对措施是人民币贬值，但现在人民币恰恰无法贬值，作为大

半贸易顺差来自美国的国家，人民币贬值可能会引发各种贸易摩擦和国际政治压力。在这样的背景下，理性的选择就是跟随美国加息同步加息。

点评：宏观分析师预计到了美国的“朱格拉周期”（设备周期，关于周期，我们后文还会具体解释）和景气回升，关键是这种基本面回升和与之相应的货币政策，对于中国而言，究竟构成利好还是利空。分析师倾向于利空。事后看，其实可以认为利好和利空兼具。利好体现为拉动外需，利空如文内所述，随美元加息，凡在外贸中使用美元的人，都难以避免地要向美国政府缴纳“铸币税”。

当然，人民币汇率的表现也很复杂，2017年人民币对美元主要表现为升值，但其后又开始贬值。我个人认为，对汇率的预测是很危险的，因为其间的政治因素很难为分析师事前充分把握。

看金融：金融去杠杆，一定要去

除了美国加息的外部扰动之外，我们内部也有一些结构性的问题。

一个突出表现就是金融体系非存款性负债占比较高，这个问题，美国在次贷危机发生前也出现过。在我国银行体系的负债结构中，银行负债的最大部分是居民企业存款，去年有150万亿，但是银行总负债去年有230万亿，其间存在一个巨大的缺口，体现为银行负债中存款未明显增长，但其他形式的负债在增长：一是央行借款，二是债券发行，特别是同业存单增长非常快。同业模式在没风险的时候大家都好，一旦风险发生，隐患巨大。因此，在这种情况下，金融去杠杆是一定要去。

央行的工具箱中有几个工具，一是提高回购利率，试图从负债端倒逼去杠杆，但是效果有待观察。二是从资产端严格监管，比如MPA考核

（宏观审慎评估体系），今年如果真的实施MPA，那么整个资产端肯定是要收缩的。

点评：此处是从资金面角度的预测。总的看，预测结论没有大的问题。当然，资金面收紧，在股市上的首要表现是，欠缺流动性的中小盘股票受影响更为严重，因为流动性越是边际收紧，则投资者越倾向于选择流动性较强的资产持有（以大盘蓝筹股为代表）。所以，资金收紧的结果，不仅体现为一个总量的效应，更体现为一种结构性的效应——漂亮50的大盘股反而上涨（当然，资金收紧只是原因之一，所有结果都是多因素共振的结果）——我们可以记取。

看地产：泡沫肯定不能持续

近日央行要员有一个表态，指出今年房贷在新增中长期贷款中的占比不会超过30%，这意味着全年房贷同比要萎缩25%；同时，资金成本又很难下降，贷款利率预计还要上浮。规模收缩，利率上浮，使得整个地产市场的泡沫肯定不能持续。

如果我国是封闭经济体，我也认同房价会涨到天上去，但我们是开放经济。开放经济有贸易部门和不可贸易部门，房地产是典型的不可贸易部门，但是中国和其他经济体竞争，却要通过贸易部门竞争。房价持续上涨提高了经济成本，成本上升导致竞争力下降，表现为出口不畅、贸易逆差，竞争力大幅下降，此时汇率贬值是一个结果。

如果这个逻辑成立，那么简单对比一下：目前美国是在减轻企业负担，金融危机后，美国、欧洲的金融行业都过得很难受，但对整个经济来说这不是坏事；而我国目前是负重前行，汇率保持稳定的压力比较大，但又不能贬，那么在汇率和房价的矛盾中，看来只能是房价调整。

当然，我们做出这样的判断，在当前的形势下压力是比较大的。但是研究员要有点理想，哪怕最后错了，我们也认了。

点评：此处结论也没有大的问题。2017年，房地产市场整体表现平平。对于房价的分析框架主要是从房贷展开，这个框架值得我们关注。事实上，很多房地产分析师都是从货币因素入手分析房地产市场，认为房价“就是一种货币现象”㊟。以姜超来说，姜超在2016—2017年最大的贡献就是，他从贷款（特别是公积金贷款）角度入手分析房价趋势，简单地说，他认为是房贷特别是公积金贷款规模支撑了房地产价格的不断上行，所以在上文中，他认为房贷规模的萎缩将使得整个房地产泡沫不可持续，这个观点在房地产市场实际运行中得到了证实。

看经济：下半年有下行风险

如果看短期的经济表现，恐怕房地产还是主角。地产去年前三季度销量很好，同比增速都在20%以上，第四季度销量增速大幅回落到个位数，今年前两个月虽然销量同比增速25%，但主要表现在一二线城市对附近三四线城市的溢出效应。其实，3月份以来，三四线城市地产销售重新回落了，我们统计的27个三四线城市地产销售重新出现负增长。另外，从销量到投资，有三个季度左右的滞后期，那么今年上半年相信经济还有地产投资支撑，但是下半年经济有比较大的下行风险。

因银行边际资金成本在提高，所以基建投资不会像大家想象的那么好。但最坏的时间不在今年，而在明年。

总的来看，目前中国经济仍处在典型的存货周期中，企业基于短期涨价去增加投资，其实只是一个存货的恢复。这一轮存货周期已经持续了两年半，到今年第二季度，这个存货周期满三年就应该结束了。所

以，今年上半年经济还比较稳定，但是下半年存在较大的下行风险。

点评：此处有一个判断就是，2017年处于存货周期上行的末期。正如前文所述，周期方法是宏观分析中的一个重要派别，但2017年是否由存货周期主导，在当时还无法有效判断。事后看，对2017年经济运行解释最强的周期应属“朱格拉周期”（也就是设备周期），持这种主张的广发证券宏观分析师郭磊也获得了2017年新财富的宏观冠军。

总的看，2017年宏观经济的确呈现出“前高后低”的运行特征，只是“后低”并不如预期的低，这一方面可能是因为分析师用来解释经济运行阶段的周期不同所致，也因为分析师预测的时间跨度不同，如姜超的预测时间跨度较长，有的跨年度。事实上，进入2018年春季，朱格拉周期对经济的解释力度似乎又不如2017年那么有力了。

看配置：逐步转向现金为王

关于资产配置，我们给出如下建议：

到目前为止，表现最好的大类资产仍然是商品，在经济过热期和滞胀期，商品表现都会不错。去年下半年股票涨、债券跌，是符合过热期的特征，但是从去年12月开始，股票、债券不涨，现金收益率明显上升，过去3个月，是现金和商品表现好，所以目前应该已经处于典型的滞胀期，这不一定是经济数据能描述的，但是从资产价格表现可以看得出来。

目前经济运行，虽然说工业比较好，但是从需求看，汽车是负的，地产也马上要变成负的，经济应该比不上去年第四季度，处于滞胀期，现金和商品应该是主要配置。随着利率上升，未来会从滞胀逐渐转向衰

退期，此时应该是商品和类商品股票有一定机会，但应该是边涨边卖，逐渐转向现金为王，随着利率上行和经济下行风险增加，债市短期还需要谨慎，但逐渐会迎来配置机会。

点评：一些意见认为，姜超对2017年资产配置的建议不够精准。但是，如果我们跳脱出2017年扰攘的市场争论，反而会发现相关建议总体是靠谱的。

股市方面，虽然2017年不乏机会（有的机会还很大，如白马龙头行情），但总体上仍然是一个超常的结构性牛市，既然姜超的建议属于一个总量建议而非结构性建议，则我们如果用反映市场总体情况的Wind全A指数来衡量，2017年的确不是一个炒股的好年，很多投资者的收益都远不及预期。

商品方面，2017年特别是上半年，商品以及“类商品股票”比如有色金属股确实有一定机会，而且好的操作策略也确实是“边涨边卖”。

债券方面，债券在2017年整体表现不佳，姜超认为短期需要谨慎，实际情况是谨慎期较长，直到2018年春天才逐渐出现一些转机。这个预期差的出现，是因为宏观经济的强度超过了当时的分析师预期。但无论如何，姜超在2017年提出的配置建议里面，显然不包括债券。

看未来：希望在减税和改革！

尤其重要的是给企业减税，而在财政捉襟见肘的背景下，给企业减税需要找到新的税源，这其中最大的一块是给资本征税，尤其是要征房产税。

如果改革和减税超预期，企业有了竞争力，中国经济就有希望启动

新周期。如果未来还是靠地产泡沫，我们未来就不是要过好日子，而是要准备过苦日子。

点评：减税是姜超等分析师长期坚持的一个政策建议，这里还有个公案可以讨论。有的意见认为，分析师不是公共经济学家，“情怀”既然无助于投资者赚钱，那么分析师的家国情怀太重，并无益于本职工作，可能还会干扰本职工作；有的意见认为，作为应用经济学的一个重要组成部分，分析师当然需要一些涉及公共领域的讨论，而且这种讨论有利于引导宏观经济分析长期化，而不是陷入短期的数据迷思和娱乐特征明显的争论之中。

您怎么看呢？

我个人倾向于后面一种看法，我认为，宏观经济分析必须着眼于长期视角。有些短期判断，特别是对高频数据的应时反应，虽然表面上可能帮你赚钱或避免亏钱（事实上这种可能性也是比较低的，但由于幸存者偏差，总是会有人赌拐点并成功），但内里并无助于投资者准确、稳定地把握经济运行。因此，我欢迎着眼长期视角的讨论，正像我一直赞同的：研究报告适合于长期投资而不是短期炒作。

---

1. “反身性”是投资大师索罗斯提出的概念，可以简单理解为一个观点的自我加速：一个观点提出—你相信这个观点—你按这个观点操作—你的相信加速了观点被证实的过程—更多的人相信这个观点—更多的人按这个观点操作—这个观点达成，甚至走过头。
2. 观点中长期稳定的部分，在短期的，慢地，重要性不如突然出现改变的部分。
3. 本节部分内容节选自《毒舌研报》2017年多篇专栏文章内容。
4. 时任兴业证券分析师阎常铭是这种观点的集大成者，后面我们将在行业研报的部分具体阐述他的框架和看法。

4.走近周期理论（上）

周期终将幻灭，但在此之前我们仍将经历一次康波。

——中信建投原首席经济学家 周金涛

本节，我们开启宏观经济研究的一个重要理论体系——周期理论。一般认为，较早将周期理论引入证券研究并取得显著成果的分析师，是中信建投原首席经济学家周金涛。

周金涛关于周期理论有过很多名言金句，例如“人生就是一场康波”，“人生发财靠康波”。所谓康波周期，就是经济周期中最长的、为时60年的大周期。周金涛认为，受自然寿命所限，一个人一生也就赶上一次、顶多两次康波周期，如果你能与周期共舞，从财富角度来说，大体你就不会成为一个落魄的人。

周期理论因自然而起，最早的农业周期源于太阳黑子活动，落实在人类世界或曰地球世界，就是气候周期，比如我们熟知的厄尔尼诺周期或不大熟悉的拉尼娜周期。工业时代，周期仍然在不断轮回，例如上文所说的康波周期。吊诡的一面是，60年的康波周期，也与中国传统文化中的“60年为一甲子”这种轮回暗合，从而为周期理论增添了很多神秘色彩。

正因此，很多人在阅读周金涛的讲话和报告时，总是会感受到浓浓的宿命和超验的结论，仿佛是算命一样。但是，周金涛大体准确的结论，又对天生喜欢预测的人而言非常神奇。

那么我们就从这种“神通”入手，浅浅了解一下这门学问吧。

什么是对周金涛最好的纪念(注)？

2016年12月27日，中信建投首席经济学家周金涛先生因病逝世，享年44岁，实在令人感到惋惜。他被誉为中国证券研究界的“周期天王”，以康德拉季耶夫周期理论研究著称。这段文字是对他的缅怀。

“说对了”的纪念

对于分析师身份的周金涛来说，“说对了”恐怕可以作为一种纪念。

《毒舌研报》的第一篇稿子《继续看好楼市的分析师——就剩两个人了》，曾引用了周金涛的观点，他的结论是：中国房地产周期在2014年和2016年可能形成了双头顶部，或于2017—2019年步入下行期。



图3-10 周金涛研报指出，房地产上行期可能接近极限

这篇报告发布于2016年9月5日，彼时新一轮限购政策还未出台，全社会正陷于房价将永远上涨的迷思之中。几个月过去之后，相信现在越来越多的人会接受周金涛的观点——他应该是说对了。

另一个是关于商品。从2016年3月的《一波三折》开始，到7月的《弱需求下的价格修复》，有如下判断：

从历史规律来看，价格引导生产修复来看，平均持续 4 个月，库存周期上行期存在 2-3 个小循环；价格引导利润修复来看，平均持续 9 个月，按照历史平均规律推算，本轮利润修复预计高点将出现在 2016 年 4 季度，这与大宗商品第二波回升相吻合。

图3-11 周金涛研报指出，利润修复高点将出现在2016年第4季度，从而影响商品走势

从2016年年底的情况看，当年主要商品走势也符合周金涛的判断，2016年11月末到12月中旬出现回落。当然，2017年上半年商品行情重拾升势，不知如他仍健在，会做怎样的解释——这种短时扰动也是经常出现的，正如下山的路上也可能有上坡，从而干扰最敏感的人群的判断。周金涛对商品投资最大的贡献在于，从2015年多次提示“大宗商品将有年度级别的反弹”，这个预言是完全命中的。

“看懂了”的纪念

并非说逝者为大，所以总会说对，那又将陷入重利主义的纷扰。很大程度上，观感取决于研报使用者的“二次创作”，就拿上面的商品研报来说，11月初的时候，很多商品多头获利后，会兴奋地贴出这样标题的帖子：“商品暴动！康波天王周金涛四个月前是这么解释的！”

而进入12月，坚守空头头寸的人也会说：“我是因为看了周金涛的报告才坚持到现在。”

看，多头和空头都会称赞他。当然，你也可以设想反面的情形，而且反面情形的概率与正面情形其实应该是相等的。可见分析师的较高境界，应该还是抛却试图取悦读者的心态，而回归到内心的真实想法。

之所以要这么说，是因为周金涛的报告，绝大多数人是根本看不懂的，包括齐齐鲁在内。虽然工作需要，也努力认真读过，但总是感觉徒

劳。

周期终将幻灭，但在此之前我们仍将经历一次康波，虽然轮回才是永恒，但周期的奥义是对过程的追逐，所以，周期研究的核心是对过程的描述，如果不是对过程的珍视，对周期的一知半解只能永世沉沦。我们从来没有把周期当做宏观经济来研究，周期是经济、技术、社会系统及

图3-12 周金涛研报截图，周期的奥义是对过程的追逐

周金涛是个宿命论者，这恐怕与研究康波有关，“在周期大系统面前，几个宏观指标的微小变化根本不值一提”，“顺周期而行，虽然是宿命，那也是应有之义”，“周期在运动中已经安排好了其运行的脉络……我们只需要顺规律而行”。

所以，周金涛的报告往往会给你一种非常笃定从而带有神秘色彩的感觉。

我试着解释一下，感兴趣的读者可以自行阅读其“周期的真实义”系列报告（感觉还没有写完）：一个完整的康波周期有50～60年（周金涛说是一个甲子），到目前，资本主义世界经历了完整的4个康波周期，现在处于第5波康波之中，不幸的是恰好处在这轮康波的衰退期（之后是萧条期）。衰退期是康波周期中最复杂的阶段，萧条期的表现则是滞胀和通缩反复出现。**一个完整的康波周期（创新周期，长度60年）**中包含着**三轮房地产周期（库兹涅茨周期，每一轮20年）**，和若干个每轮至少10年的**朱格拉周期（中周期，设备周期）**，我们现在处于2009年以来的中周期高点（2015年）已过的下降阶段，这个中周期将在2019年走完。中周期之中又有**库存周期**（基钦周期，一个中周期大概对应着3个库存周期），一个库存周期大概3年，我们现在处于第二库存周期触底和第三库存周期开启的阶段，第三库存周期往往是滞胀阶段。这大概是各周期的关系（其实还有产能周期，后面一节我们会详细解释）。

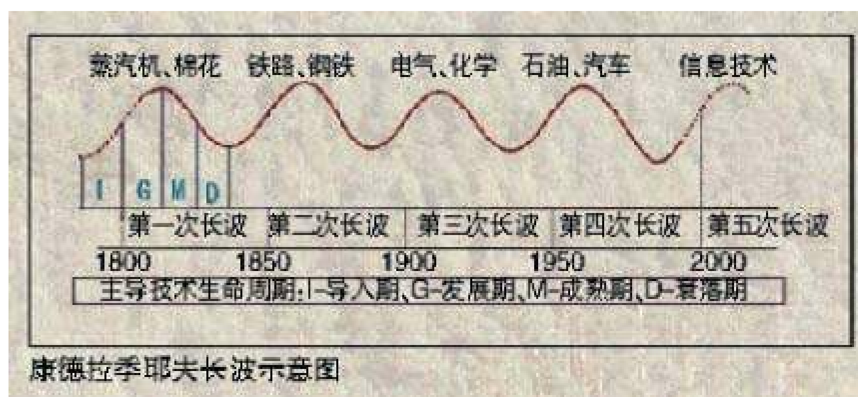


图3-13 康波周期示意图

此外还要考虑货币因素、全球化因素对康波的扰动。康波研究的切入点是价格波动，根本问题是资源价格的长期波动。因此，**我个人认为康波研究最直接的应用是在大宗商品投资之中。**

说了半天肯定还是说不明白。总之，如果有人“看懂了”周金涛的报告，那对他应该是很好的纪念，比“说对了”更有意义——康波周期理论和应用研究确实长久沉寂，但一定会有人继续——周金涛说，在康波繁荣期研究康波的人很少，往往是衰退期和萧条期研究的人会多起来。

康波周期太长了，遗憾的是周金涛自己也无缘经历一个完整的康波周期。

“忘记了”的纪念

康波周期为何如此之长？周金涛解释，这是因为人们需要时间未雨绸缪，还需要时间忘记——要忘记过去经济灾难的记忆。

但60年还是太长，60年才能检验的大道理，已经超过俗人如你我的落实能力了。

王朔说：“小时候，50年是很大的数字，遥远得无从想象。我曾经以为日子是过不完的，未来是完全不一样的。现在，我就待在我自己的未来，我没有发现自己有什么真正的变化，我的梦想还像小时候一样遥

远，唯一不同的是我已经不打算实现它了。”你我这样的俗人大概就是这样的境界。

那就干脆忘记了吧——反正过段时间也会忘记——在此之前，我们还是感谢周金涛，把康波理论研究介绍给我们，并用它影响过一些人的投资活动。

对于普通投资者而言，齐齐鲁个人认为，周期理论的门槛是较高的，当然，如果你有极大的决心和精力，我认为，将周金涛的历史报告全部阅读和研究一番，一定会有很大收获。不过，想必很多人都缺乏这种意志和悟性，所以，我们只需要记住周金涛的一个结论即可：

2018年和2019年会非常惨，在2019年过去之前，你最好谨慎对待自己的投资。2019年过去后，新一轮的扩张期会到来。

至于这个结论是否如周金涛之前的判断那么准确，我只是研报的搬运工，我真的无法做出判断。

---

1. 本文部分内容选自《毒舌研报》2016年12月27日专栏文章《什么是对周金涛最好的纪念？》，略有修改。

5.走近周期理论（中）㊟

2017年，正如前文所述，时任方正证券首席经济学家任泽平以“新周期”怒辩四方，可笑的是，直到2017年8月，大概辩了5个月的时间，还是没有人说得清楚任泽平所说的“新周期”到底是什么周期！

齐齐鲁在《毒舌研报》的专栏文章中，首次厘清了任泽平所论的“新周期”到底是什么周期。一段时间以后，任泽平自己的报告证实了《毒舌研报》专栏文章的阐述。

恰好，我们可以借此接近周期理论的另一个维度——产能周期。

2017年8月8日，任泽平在其公众号上发表了一篇路演纪要，采其本人说法，新周期“本质上是**供给出清新周期**”。乍一看，“供给出清新周期”，我们仍然在经典周期理论中找不到这个说辞，但仔细翻阅周金涛历史研报后，就可以发现，所谓“供给出清新周期”，那个“新”字是为赋新词强说愁，其实就是将产能周期划分为四个阶段，而“供给出清”阶段是一个产能周期的第三阶段。

结论是，任泽平说的“新周期”源于“产能周期”，如此而已。

产能周期又是啥？

关于“产能周期”，又是一汪浑水。比如，你可能听过3年的库存周期（基钦周期），10年的设备周期（朱格拉周期），20年的房地产周期（库兹涅茨周期），60年的创新周期（康波周期），但是，产能周期又

是啥？

任泽平在最新发布的路演纪要中没有具体回答这个问题，所以就要刨了。

2017年3月31日，任泽平在其“供给侧改革系列之一百零二”《站在新周期的起点上》的研报中，明确将我们熟悉的库存周期直至康波周期归纳在“商业周期”中，而“产能周期”是与“商业周期”有区别又有联系的另一种周期。

说白了，觉得经济前景好，扩产招人买设备；觉得前景不好，限产裁员停机器，这种循环往复构成了一个周期。

基本结论三条：1.产能周期同步或略领先于经济周期；2.产能周期领先于固定资产投资周期；3.不同行业周期方向一致但调整时间和幅度不同，以“加人”为主要扩张标志的行业比如食品、饮料、纺织、服装先动，以“加设备”为主要扩张标志的行业比如机械、汽车、有色后动，前者变动幅度也小于后者。

如果只说结论的话，在这套体系下的**结论就是：一个完整的产能周期里面，第三阶段，也就是产能去化或供给出清的后期，是最值得介入的投资机会；而此时剩者为王，强者恒强，就该投资那些龙头企业。**

任泽平的灵感来源

首先声明，这一段齐齐鲁全是猜的，但是我相信任何研究都是传承有序、有迹可寻的。凭空造个“新”出来，这种概率是极低的。

关于“产能周期”，我猜任泽平的灵感源于“周期天王”周金涛。猜错会道歉。

作为小学生，齐齐鲁的视野必然是有限的，我的鼠目寸光，只能发现中信建投前著名分析师周金涛是研报界较早讨论“产能周期”的人。

证据是周金涛2015年底的一篇报告《中国经济即将触底——以产能周期和库存周期的逻辑（宏观篇）》。这篇报告非常晦涩，篇幅也极长，很难读完，**我把自己理解后归纳的结论说一下：**

1.周期长度。任泽平说产能周期6～11年，周金涛说产能周期8～12年。从1981年到现在是三轮周期，2008年以后本该进入出清阶段，任泽平解释为2009年推出的“四万亿”投资刺激计划，延长了出清过程。

2.与其他周期的关系。任泽平对此的论述较少，语焉不详，内容是“短期的库存调整（库存周期，即基钦周期、短周期，长度3年左右）是中期产能调整的缓冲带，长期的创新周期（康波周期、长周期，长度60年左右）是技术革命引发的商业机会和产能投资浪潮。

相比之下，周金涛的论述则详细得多，消化后列几个假说：

a.1个康波周期（创新周期）=6个朱格拉周期（设备周期）=18个基钦周期（库存周期）。

b.1个产能周期≈3个基钦周期（库存周期），但产能周期≠朱格拉周期（设备周期）。

c.产能周期大趋势与康波一致，受制于康波周期，也就是下山路上的上坡仍是下山，上山路上的下坡仍是上山，绕死你。

d.产能周期与朱格拉周期（中周期、设备周期）相比，可能领先，也可能滞后，通常在拐点位置滞后于朱格拉周期。

e.产能周期滞后于基钦周期（短周期、库存周期）。

基于e的结论，周金涛的意见是，研究产能周期的关键，就在研究基钦周期（库存周期），但因为1个产能周期≈3个基钦周期（库存周期），所以，要寻产能周期的底，必须先排除掉两个干扰性的库存周期底。因为一个产能周期只有一个大底，但每个库存周期都有一个小底，那么在一个库存周期中，共有3个底，其中只有一个是我们需要重点关注的大底，所以，排除两个库存周期的小底，是非常重要的。

我说明白了吗？算了，您也别跟着费神了，作为入门读物，我们必须简单直接一些，我直接说周金涛的结论吧：

周金涛的吉光片羽

周金涛结论**1**：

去产能周期不结束，就看不到周期的机会？错！最长6年调整，产能周期一定会反弹！

周金涛结论**2**：

产能周期底部的观测顺序：社融增速回升、产出缺口回升、PMI原材料反弹、工业企业利润回升、PPI大幅反弹、PMI产成品反弹、工业产成品库存增加。

我们可以结合当时宏观经济的走势看一下。

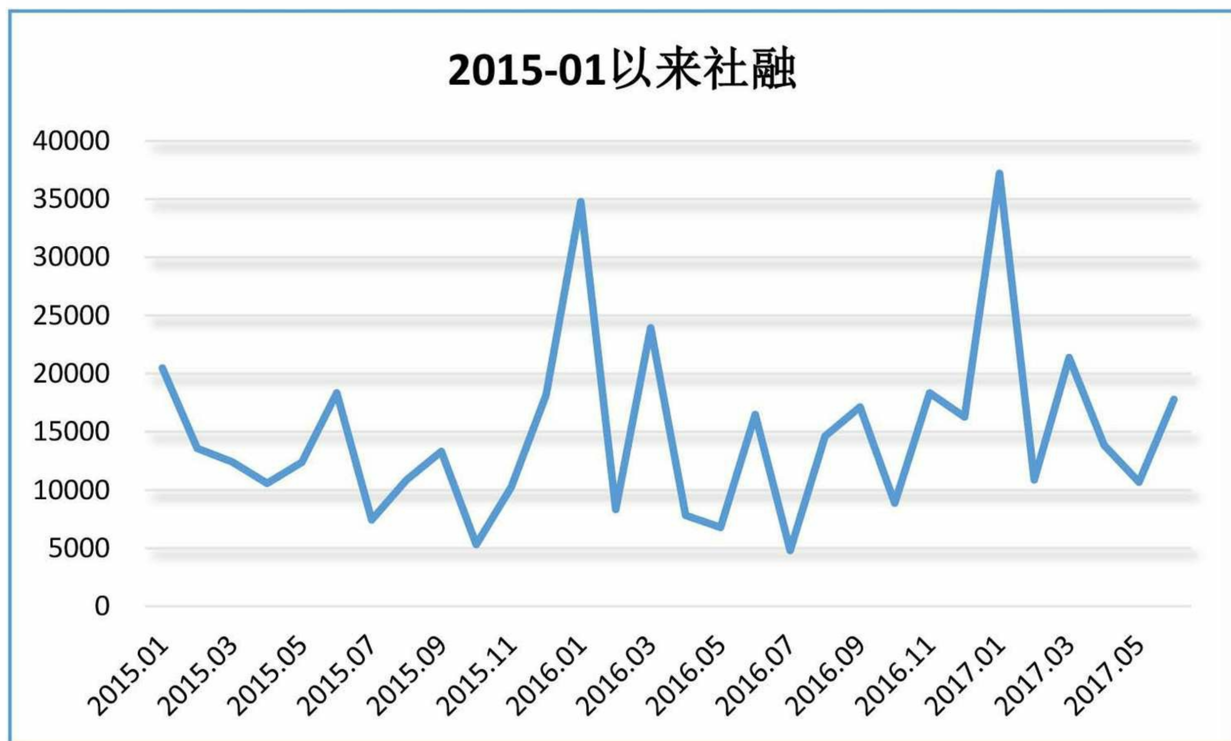


图3-14 2015年初至2017年5月社融走势

社融大体是个慢U形底，在2015年第四季度到2016年第二季度见底。

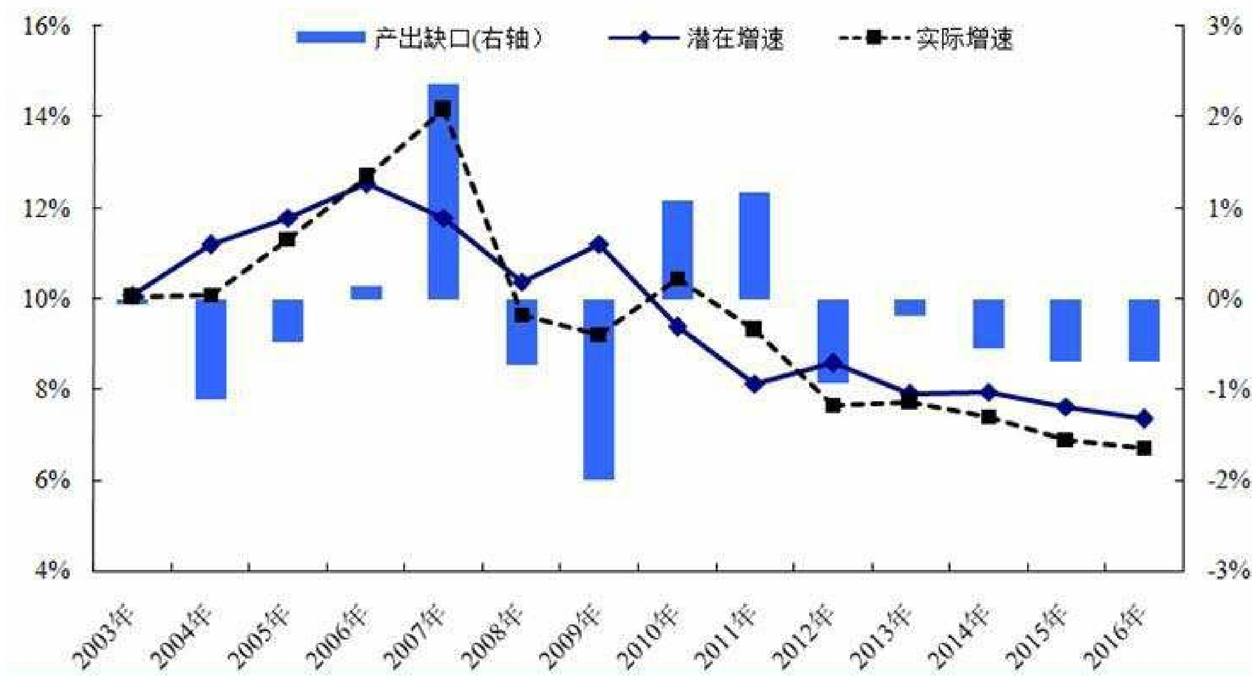


图3-15 人大经济学院《宏观政策评价报告》揭示的产出缺口

产出缺口不好算，我直接引用了中国人民大学经济学院的《宏观政策评价报告2017》，可见产出缺口在2015—2016年有触底形态。

表3-1 2016年7月至2017年7月PMI及构成指数

单位：%						
	PMI	生产	新订单	原材料库存	从业人员	供应商配送时间
2016年7月	49.9	52.1	50.4	47.3	48.2	50.5
2016年8月	50.4	52.6	51.3	47.6	48.4	50.6
2016年9月	50.4	52.8	50.9	47.4	48.6	49.9
2016年10月	51.2	53.3	52.8	48.1	48.8	50.2
2016年11月	51.7	53.9	53.2	48.4	49.2	49.7
2016年12月	51.4	53.3	53.2	48.0	48.9	50.0
2017年1月	51.3	53.1	52.8	48.0	49.2	49.8
2017年2月	51.6	53.7	53.0	48.6	49.7	50.5
2017年3月	51.8	54.2	53.3	48.3	50.0	50.3
2017年4月	51.2	53.8	52.3	48.3	49.2	50.5
2017年5月	51.2	53.4	52.3	48.5	49.4	50.2
2017年6月	51.7	54.4	53.1	48.6	49.0	49.9
2017年7月	51.4	53.5	52.8	48.5	49.2	50.1

PMI（含原材料）情况一目了然。2017年工业企业利润和PPI也呈现出改善的局面。

周金涛结论3：

2015年第四季度到2016年第一季度，中国经济将触及本轮中周期第二库存周期的低点，随后，中国将出现第三库存周期为期一年的上行阶段。

事后看，这个上行期大概从2016年第四季度开始趋于明朗（其实2017年月度之间数据拉锯战是出现过几次的，我们主要看趋势），上行态势一直持续到2017年第三季度左右结束。

尽管很多人不适应宿命论，但是因人性的稳定不变，周期总是复归。不能说周金涛的一切说法都多么有先见之明，但似乎我们还是在验证他预言的过程之中。当然，时间点并非绝对精准，恐怕神仙也做不到这么精准。

我的几个读后感

1.任泽平的“新周期”是产能周期，毫无疑问。所谓“供给出清新周期”本就是产能周期的题中之义。

2.用产能周期解释经济活动，周金涛的《中国经济即将触底——以产能周期和库存周期的逻辑（宏观篇）》是“教科书”。而且我相信，在周金涛之前，肯定也有用产能周期解释经济活动进而指导股市投资的实践。

3.“你支持的就是你反对的”，如果我们浅薄点，奉周金涛的理论为圭臬，那么，“第三库存周期为期一年的上行阶段”时日似已无多，也就是说，对2018年，尽管主流观点非常乐观，但我们仍要保持警惕。

4.周期研究是一个好东西，期待中信建投的小伙伴们接过衣钵，但请把周天王从晦涩的表述中解放出来，周期仍会复辟。

是的，周期永远在复辟。

---

1. 本节部分内容引自《毒舌研报》2017年8月8日专栏文章《任泽平的“新周期”是什么周期？》，略有改动。

6.走近周期理论（下）

估计您各位看得出来，齐齐鲁在宏观研报这一节重点着墨于周期理论。是不是除了周期理论以外，宏观研究没有什么好的框架可以遵循呢？

我见识短浅，真的，对于初学者来说，看遍人间繁华，最想坐旋转木马。举个例子，加息对于股市的效应为何？您在经典教科书乃至证券基础知识培训（比如证券从业资格考试）教材中，往往会看到一个线性答案：加息会导致股市下跌。具体理由包括：流动性收紧，无风险利率提升，企业经营成本上升从而利润下降，等等。这些说法都不是没有道理，但是在实际运行的经济生活中，你又经常发现，牛市中的加息不改牛市，全被当作靴子落下、利空出尽，获反证实体经济一片火热；相映成趣的是，熊市中的降息也不见得一定是利好，当然2015年牛市的先声，恰恰来自一次较长熊市后的超预期降息。

所以说，股市是一个复杂系统，很难有线性的推导关系，这和自然科学领域根本不同。于是，在宏观经济分析中，我们经常会看到一些似曾相识，有的似曾相识确乎最终被证明是旧时王谢堂前燕，有的似曾相识则是满拧。在这种全无一定之规的局面下，周期及其背后的人性反而成为相对较为稳定的因素。

另外，宏观分析中经常会遇到模型失灵的问题。比如，我们知道此前中国经济三驾马车中，投资是对经济增长的最强驱动力，其中固定资产投资又占大头。再分层，则基建和房地产是两个最大的驱动力。如果基建和房地产失速，则显然经济增长前景不佳。但是，恰恰在某些时段，这种本来很完美的框架，却出现了解释力下降的问题。

此时，我们也可以从周期理论中寻找答案。

在本小节，我会用2017年新财富宏观冠军郭磊的一些研报，为宏观分析中的周期研究部分画上句号。

郭磊被认为是2017年对宏观经济走势（不是特别好，但也不悲观）解释力相对最强的分析师，这恰恰是我们前面拴对的两种局面之间的折中意见，用郭磊自己的话说："周期位置的理解至关重要，否则我们就陷入类似于'新周期'这样似是而非的模糊概念及'周期破灭'这样的错误认识之中。"

那么如何理解2017年的周期位置呢？2017年1月，郭磊的研报已经说得明白，无他，"三期叠加"而已。

"三期"包括：1.库兹涅茨周期（20年长度的房地产驱动周期）正处下行期。1999年算本轮周期的开始，大致在2013年前后触顶，兴盛期15年；2014至今是3年的下行期，纯经验规律去看，典型的周期下行期应是2017年底或2018年底结束。以房地产投资完成额指标为例，这一数据在2010年完成了大周期中的一个大顶，投资增速33%；2014年之后则是快速下行，个位数已经是一个趋势均衡位。

2.朱格拉周期（8～10年的设备更替和资本投资驱动周期）处于新一轮周期前段。1983—1993、1993—2001、2001—2009、2009—2016/2017差不多是全球的四轮朱格拉周期。根据对代表微观上制造业资本支出意愿的工业锅炉产量增速、设备投资、通用设备和专用设备工业增加值、固定资产投资完成额（FAI）和新增固定资产投资完成额等指标的观测，2017年应该处于一个上升期的初段。这也是中游机械设备类行业呈现出复苏特征的一个原因。

3.库存周期（40个月左右的企业随价格因素而进行库存变动的周期）正处于上升期。通过对历史上3轮强周期和2轮弱周期的观察，从产

能和库存的约束以及价格先导性来看，中国经济2016—2017年这轮去产能和去库存要明显更彻底，上游价格上升更猛烈。从2016年7月开始，主动补库存已经有2个季度，未来可能还有1～2个季度的主动补库存。换句话说，库存周期正在途中。

三期叠加的结果是，经济很难太乐观（库兹涅茨周期拖累），也不用太悲观（库存周期前半段支撑，朱格拉周期中期支撑）。

你看，一点都不复杂。在本节的案例中，你既然了解了年度相对最强的解释力由三个周期叠加构成，那么，对于2017年第四季度和2018年第一季度一些宏观指标的回落就不应感到惊讶，而对中期应该抱有一些信心，但长期看，又应看到房地产和基建系拉动经济局面的不可持续。

当然，如果你保持跟踪，你也会发现，到2018年，郭磊提朱格拉周期提得更多，而对库兹涅茨周期（房地产周期）却几乎不提了，对这种分析师观点的边际变化，你也应该保持关注。他有可能因这种边际变化收获更大的声誉，也有可能因这种边际变化犯错误。

当然，你可能会问：凭什么周期位置就该这么理解呢？到底是什么造成了这些周期呢？

对此，郭磊有句话您可以听一听，他原本是用来阐述库存周期的："库存变动的原因之一是上游价格，原因之二是下游需求。而价格和需求之间又是很难分清统计因果先后的关系，**我们也没必要去做鸡和蛋的思辨，从经验上理解库存周期的存在就足够。**"

看到了吧，"没必要去做鸡和蛋的思辨"，我觉得这对并非立志成为研究者，而只定位为一个优秀研报用户的初学者而言很有启发意义。

请大家一定要注意，你没有必要学会宏观研究，否则你就去干分析师了。我们需要做的，无非是在比较宏观研报的过程中，找到解释力最

强的分析师，并不断跟踪分析师解释力强弱的相对变化。

这是我们作为研报用户角色，与作为研究者角色的根本不同。

您是皇帝命，每天看着臣属的奏章雪片似的递上来，您根据他们的策略选一种执行，而不用太关注细节——他们无时无刻不跟踪各种指标和各种关系，他们梳理短期决策线索——麻烦事都交给他们办就好了嘛。

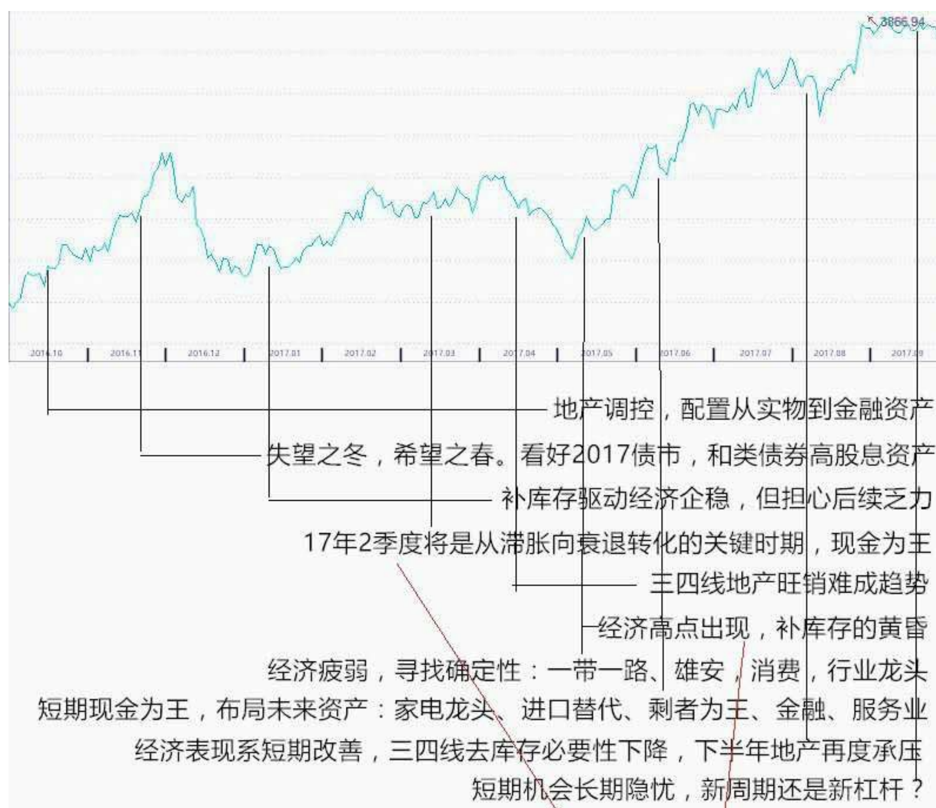
7.宏观分析师速览

春风得意马蹄疾，一日看尽长安花。

——孟郊《登科后》

每隔一段时间，对分析师观点做一个全面梳理，有利于我们跟踪分析师的解释力。下面，齐齐鲁做个示范，给大家看看我自己是怎么梳理和总结分析师观点的注。我使用了观点与行情、数据结合的导图模式，这当然是个苦活，大家可以只用文字模式，特别是设置好关键词，可以方便日后查询。希望大家不辞辛劳，终有所获。本章大概会这样结束了，正如多次强调的，宏观研报并不是作为初学者的我们一上来必须大费周章的一类研报，除非你要做银行股投资和债券投资（银行股投资归根结底就是个宏观经济投资，这不是我说的，是新财富银行业冠军王健说的）。

1.姜超


3866.94
2016.10
2016.11
2016.12
2017.01
2017.02
2017.03
2017.04
2017.05
2017.06
2017.07
2017.08
2017.09
地产调控，配置从实物到金融资产
失望之冬，希望之春。看好2017债市，和类债券高股息资产
补库存驱动经济企稳，但担心后续乏力
17年2季度将是从滞胀向衰退转化的关键时期，现金为王
三四线地产旺销难成趋势
经济高点出现，补库存的黄昏
经济疲弱，寻找确定性：一带一路、雄安，消费，行业龙头
短期现金为王，布局未来资产：家电龙头、进口替代、剩者为王、金融、服务业
经济表现系短期改善，三四线去库存必要性下降，下半年地产再度承压
短期机会长期隐忧，新周期还是新杠杆？


%
工业增加值
6.97
6.77
6.57
6.37
6.17
5.97
2016年8月
2016年10月
2016年12月
2017年3月
2017年5月
2017年7月
工业增加值_累计增长(%)


9.76
9.36
8.96
8.55
8.15
7.75
2017年4月
2017年5月
2017年6月
2017年7月
2017年8月
固定资产投资完成额_累计增长(%)
房地产开发投资额_累计增长(%)

图3-16 姜超2017年主要观点回顾

点评一句：今明两年回头看姜超，观感可能会与2017年有很大不同。原因前面也提到过，支撑一系列报告的中长期逻辑需要时间来证实/证伪。

2.王涵



供给侧改革带来行业分化，地产拉动效应仍在

地产调控发力，显示政府注意力转向，对经济复苏预期应降降温

2017宏观经济前高后低，无风险利率上行使股票等资产估值承压

前经济仍在“前高后低”的冲高阶段

供给侧改革下，龙头企业盈利改善，但因下半年需求不确定，持续性存疑

“新周期”是空中楼阁，但供给侧带来产业整合，抓住龙头企业

工业增速上行主要是涨价带来的名义复苏，超配现金，标配黄金和大盘股

一季报盈利回落系因供给侧改革的“分饼”效应，“饼”可能逐步缩小

库存周期无法支持经济复苏，被动调整只是周期尾声

经济、盈利改善并非需求，供给侧至少有两个瓶颈

三驾马车均回落，改善是“收缩式”的改善

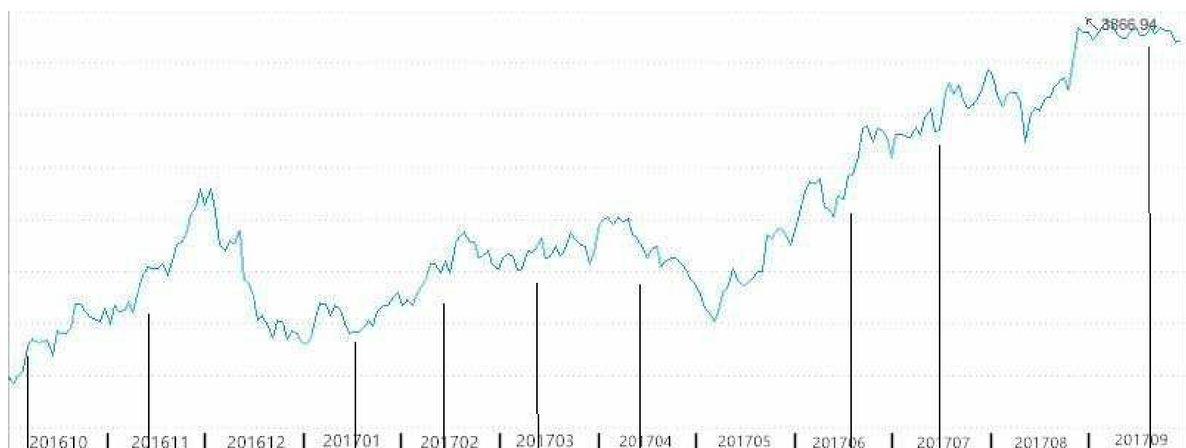




图3-17 王涵2017年主要观点回顾

点评一句：王涵总体也属于较看空的一派，但他的出色之处在于，及时提醒投资者抓住了“龙头”，这得益于他今年的逻辑主线是更关注结构而不是总量。

3.任泽平



休养生息，经济周期性触底，地产调控增加2017年下行压力

后房地产时代，股市处于结构性机会的“可为”震荡市

中国经济软着陆，宏观环境对商品和股市有利

经济软着陆，A股“业绩牛”

股市水牛转向业绩牛，没有指数级机会但有结构性机会

对地产和基建预期比市场更乐观

业绩牛（中游、周期），改革牛（一带一路、混改、京津冀）

新周期起点，三主线：中游崛起、低估值真成长、改革

新周期面临短周期波动，但不改中长期趋势

清静无为，经济二次探底，未来取决于去杠杆结束、货政转向

二次探底不会很深

我们正在步入剩者为王强者恒强的新周期

告别对经济的悲观记忆，事实胜于雄辩



图3-18 任泽平2017年主要观点回顾

点评一句：任泽平大局方面的表现优秀，所惜在4月市场下行，以及7、8月宏观数据上蹿下跳时，出现过几次反复，如果更坚决一点就比较理想了。

4.李慧勇

2016年9月30日：顺势而为，剩者为王。将供给侧思路落实为“剩者”的选股思路。

2016年12月29日：中美复苏将为低迷的世界经济注入活力，应投资中美复苏。

2017年3月13日：对2017年中国经济不悲观，前高后不低。

2017年3月22日：非典型复苏，主要不同是供给驱动，三大需求总体平稳，但价格大幅上涨，行业集中度提高。

2017年9月20日：全球同步复苏，宏观微观同步复苏，供给侧改革推动的复苏。

点评一下：需要提示的是：谁是较早提出经济L形和新周期判断的分析师？

你一定答错了。李慧勇在2012年9月《中国经济前景可能更像1998年》中，提出“从经济调整的方式看，都是L形”。在2015年4月的《新周期启动的逻辑》中提出“新周期”，彼时他认为新周期要靠新技术应用、混改和国际化支撑。

5.郭磊

2017年1月26日：全年不差，前高后低。库兹涅茨周期下行，地产系偏弱，基建系偏强；朱格拉周期上升前段，中上游部分行业景气度可能超预期；库存周期过半，库存偏低行业存在机会。

2017年2月15日：名义GDP将重回近年高位，企业盈利和利率可能相应都在相对高位。

2017年2月27日：三四线消费升级可能是最值得关注的蓝海之一。

2017年4月17日：2016年中国劳动力人口增速开始回升，人口周期反弹意味着经济可能整体相对稳态。

点评一句：郭磊今年在投资界评价总体较好，研报使用量数据的提升很好地证实了这一点。

另外，根据郭磊的意见，推荐以下宏观分析师的专题研究（再次强调一下）：

谢亚轩团队关于外贸的研究。这可算是2017年最有解释力的方面性研究。

牛播坤团队关于财政问题的研究。

赵伟团队关于结构转型的研究。

李超团队关于货币政策的研究。

他们在影响你，他们在影响着影响你的人。

1. 本节部分内容引自《毒舌研报》2017年9月26日专栏文章《让大数据告诉你：新财富排名（宏观）》，略有修改。

第四章
超额收益看行业

前面我们看过了策略和宏观研报，本章进入行业研报。由于《毒舌研报》专栏属于证券公司资管子公司的投资者教育栏目，因此，不大适合谈及个股[注]，因此，过往专栏文章中，很少有个股研报。本书也延续这个特点，极少量涉及个股的研报，我均放在行业研报中一并阐述。

本书较少顾及个股研报，还有一个重要原因是，初学者大概率很难进入个股维度，因为个股研报就像个股那样多，如果你不知道如何选股，则同样的道理，你也很难知道看哪些个股研报。所以，个股研报很难像策略研报的学习那样，通过广泛大量阅读、跟踪，实现收获。

权衡起来，我认为初学者在突破“新手墙”之后，应该把大量精力放在行业研报上，一般来说，行业研报总要涉及个股，而我们掌握了行业逻辑和主线之后，根据逻辑主线再进入个股领域进行精挑细选，就会事半功倍了。

本章我采用每一节速览一个行业的方式，给大家简单介绍一下如何看行业研报。我本人也是初学者，所以本章内容权当给大家提供一些启发；另一方面，由于我阅读研报的强度确实比较大，因此，我相信毕竟会有一些基于阅读量的朴素心得，或许可以供您参考。

---

1. 《毒舌研报》栏目和本书提到的个股和公司，仅为价值投资的举例目的，绝对不构成投资建议，据此入市，风险自担。

1.入门及电子行业注

对产品生产的还原，和行业属性的探究，是形成对产业趋势判断的必备条件。

——新财富白金分析师 赵晓光

关于看行业研报，跟大家说个法门。每年新财富最佳分析师评选的拉票季，分析师都喜欢写一写行业研究框架之类的报告，这类报告非常值得仔细阅读，因为这是分析师能公开的最接近他们研究真相的内容，所以，非常适合门外汉在较短时间内接近和理解行业。

记住，每年新财富拉票季（11月前后），一点要重点关注“行业研究框架”这类关键词，仔细阅读相关研报。

“王官人”三句天机

之前和公司基金经理王吉祥聊天，我说：“我要写行业研报了，你有什么建议？”他说：“那你得从电力行业开始。”我问：“为什么？”他说：“这行简单：品质单一，就是电；没有存货，发多少卖多少；价格稳定；行业格局规整；业务链条简单。”我说：“我打算从电子行业开始写。”他说：“那你可麻烦了，你八成是写不明白。”

各位，上面这段可不是闲聊。几句话实际上就道出了一个行业研究模型——假如你认为从实业角度研究公司对投资是有用的，你就必须**还原行业——产品、价格、销售、竞争格局、行业属性**，等等。

写过这些东西的人千千万万，事实证明，大部分人都不愿意看，为什么？全是抽象的概念。不信，你把上面那些词换成蓝天、白云、沙滩、灿烂阳光、泳装美女，感觉是不是一下子就好多了？

没办法，人性使然。所以有言在先，我不会把本栏搞得那么累，搬运一些皮毛，没志向的看看热闹；有志向的就当是个敲门砖；真正的专家，您千万别看，浪费时间。

“赵真神”一语成谶

为了让阅读体验不那么枯燥，齐齐鲁翻出了新财富电子行业白金分析师赵晓光的一篇老报告，2016年11月，在获得新财富电子行业七连冠之前，大神赵晓光发了一篇《黄金时代——致敬电子&研究这十年》的报告，凡7万字，“毫不系统”地介绍了他的电子研究生涯。我通读两遍以后，脱水了以下语录，都是碎片化的方法论，适合您用以入门，供您读电子行业研报时参考。

其实，主流的研报逻辑，都是基于对利润的讨论展开，这与商业本质密切相关：一个生意是否赚钱，如果赚钱——持续赚钱，容易赚钱，赚不少钱，那这个生意就是值得投资的——先不说估值的问题。当然，利润的实现已经是结果，投资研究希望能把握过程从而预判结果，这就使得关注重点从利润前移到赢利能力。简单说，如果一个生意的赢利能力强，那么即便目前没有看到结果，我们也应该积极参与过程，从而掌握先机。所以，ROE（净资产收益率）就成为分析师普遍关注的重点。基于这个核心，研究方法上大多采用杜邦分析，将ROE表现分解为三个指标，用来衡量一个生意是否更强（赢利能力）、更快（资产周转率）和更高（权益乘数、杠杆率）。当然，由于利润在年度之间的调节相对容易，所以研究中，分析师往往更关注自由现金流的表现。

由于这种主流而普遍的逻辑主导了投资研究，所以，我们更倾向于认为，研报适合中长期投资使用，因为企业基本面改变的速度是极慢的，通过上述视角分析一个生意，明天与今天的结论并不会有显著不同。

上述内容涉及一些浅显的财务知识，如果真的有志于此，这些知识随手可得，不难理解。当然，初学者也可以不理这些因素，我们只需要明白：研报就是为了方便我们理解而写作发布的，而且研报提供的逻辑主线肯定会希望读者理解和明白——除了金融工程类的研报外，齐齐鲁几乎没见过不想让读者充分理解的研报。

话说回来，也正是因为主流投研遵循着基本一致的线索，所以，各个行业（各门生意）都有共性，都服务于赚钱这个目的；当然也都有个性，这就是我们进行行业和公司研究的意义所在。

1.对产品生产的还原，和行业属性的探究，是形成对产业趋势判断的必备条件。

评：这是说，你买什么行业，你就得整明白那个行业，得像个实业家一样，还原到产品生产的原生态，探究到行业本质。对于行业属性（或者公司），赵晓光还有一段解释，要找的是“幸运+能干”的那种，其中，“幸运是更为重要的因素。是否能干，只是决定在一个幸运的浪潮到来后是否被选择的问题”。

举例来说，做酒的可能就比炼钢的“幸运”。

2.这么多年经验看，整体而言，最有爆发力的，存在且只存在于消费电子领域。

评：经验之谈。粗粗看，电子行业包括半导体、元件、器件器

具，每个领域都很大，而消费电子领域，简单说就理解为手机吧，对上述领域都有涉及，目前主流意见是归拢到OLED全面屏、3D成像、3D触控、无线充电、非金属后盖、LCP天线、双电芯等角度上。这些陌生的词汇，其实都不难搞清楚，但是80%的人在这儿就会打退堂鼓。你有志气，你上。

3.大的上涨和下跌的第一波，都不是数据的变化，而是预期的变化。这也是很多投行出身的分析师很难适应投资研究的原因，因为投行更看重数据的事实。第一波的过程的预测靠两点，一是逻辑分析，二是试错。基本面的下行也分两个过程，第一个过程，需求并未反应，但中间环节库存开始波动；第二个过程，下游和终端需求的下滑。我们容易看到的是第二个过程真实数据的波动，但第一个过程库存的波动，其实发挥着至关重要的作用。

评：这个讨论已经带着分析模型（虽然很简单），把电子行业中游和下游做了区分。比这更重要的是，这段表述启发我们更深刻地理解行情和行业运行的阶段。初学者往往感觉“踏不准节奏”，说白了，行业资深分析师看的节奏，与我们感性上的认识有很大的不同。他们的视角更超前，经验更丰富，从而使得他们把握的节奏比我们的感觉更加贴近事实，从而也就更加靠谱。

4.对电子行业而言，这一波动更为显著。从某个元件到消费者，往往经过元器件、模组、代工、品牌、经销商、消费者六个环节，当消费者环节5%下滑时，每个环节进行下降5%的库存的反馈，到元器件环节，即构成30%的下滑。真实情况也是如此，2008年第四季度危机点燃后，我们看到的数据证明，需求端下滑10%左右，但上游出货量下滑40%～50%。

评：六个环节的拆分，也是一个有效模型。反推的方式也是有

效的方法，对行业分析都有用。当然，换个行业，比如文化传媒，就不是六个环节拆分了。每个行业有每个行业的特点，我们要做到的不是摸清行业的全部特点，从而去搞基础研究，我们是掌握一些经验和教条，让我们在看研报的时候，能够对研报内容去伪存真。

5.市场为什么会比我们聪明，是因为市场的底部，是不断试错试出来的，而不是看数据看出来的。等到数据出来后带来的第二波上涨，才能确认第一次的上涨是正确的和有逻辑的。也正因为此，得出一个结论，不要试图精准把握底部，而是判断底部，进行大概率正确、低风险的决策。

评：这段和3、4两段连起来读。模糊的正确，对于投资的意义要远远大于精确的错误。降低对自己的苛求，可以提高自己的成功率。

6.一种新的分析方法。台湾上市公司每个月公布月度数据，我们发现，对于成熟的台湾电子行业来说，将所有上游和下游上市公司的月度收入加总的比值，是一个稳定在0.65～0.7左右的数值。当这一数值开始上升时，代表产业在补库存；当这一数值在下降时，代表产业在清库存。2008年9月开始，我们发现这一数值开始跌破0.6，异常值的出现，代表产业开始清库存行为。

评：这是赵晓光团队发明的分析方法，非常智慧，通过这个方法，能够判断行业景气情况。个人觉得这个方法可以在很多制造行业推广。但是你得分得清哪些公司是行业上游，哪些是下游——这也不难，研报中都有，但是很多人会觉得烦。

7.比较双寡头垄断格局的行业，三一中联、格力美的、蒙牛伊利，会发现老大和老二收入或者市值呈现3∶2的格局。而在不同阶段，老大

和老二的比例，会出现波动，比如行业初始阶段和结束阶段，比例会高于3∶2。

评：这也是一个经验。处处都有智慧，翻译过来就是行业初始和结束阶段买老大，中段买老二。当然，这涉及到对行业发展阶段的判断，哈哈哈，还是很烦。

8.值得一提的是，成长股投资，一季度报告比上一年的年报更为敏感。

评：一个电子行业成长股投资经验，不知道是否能推广。当然，如果你读过足够多的电子行业研报就会发现，大概率每年一季度，电子行业的表现都强于一年内其他时期。像这类经验，不多读则很难获取。

9.事物的发展，是由多个矛盾共同作用影响的，而在不同阶段，不同因素会成为主要矛盾。次要矛盾的变强、变弱，不会影响事物发展的方向。而我们所犯的错误，往往就是以次要矛盾判断主要方向。2009年之前，电子行业分析方法以周期分析为核心依据；而2009年以后，创新、产业转移成为影响行情的主要依据。

评：行业研报的门槛不高，就是因为某一个时期，行业的逻辑主线其实也是有“风向”的，研报用户只需把握这种“风向”的变化即可，而不必像行业分析师一样陷入到草根调研、数据摸排这类琐碎的工作中去。

10.追求纯正的好企业是最佳理想，但又是可遇不可求的，特别当我们要求好企业还要有好的价格的时候。因此，更多的时候，我们需要

思考风险收益比，需要思考安全边际，需要考虑向上和向下空间的可能性的比较。

评：估值的判断。原文例子是25倍PE的个股，预期第二年业绩增长30～40%，买不买？答案是应该买，因为再跌20%就是20倍PE，而预期显然在向30～40倍靠拢，所以用20%下跌风险去博取60%的收益，是值得的。汽车行业也有类似的例子，20倍PE、20%业绩增速的股票和30倍PE、30%业绩增速的股票，你会选哪只？答案是，“2020”组合更适合长期投资。

11.一切分析，不管多么花拳绣腿，本质都是供需分析。在供需出现重大变化时候，务必保持高度敏感度。

12.本人一直认为，行业分析的精华不是需求分析，而是竞争分析，两者的分析难度和分析价值，比例都是2∶8的关系。

评：返璞归真。行业和公司分析都和分析你家门口的饭店赚钱不赚钱一样，过程各有不同，归根结底还是这个问题：赚钱吗？能持续吗？多少钱买合适？另外，之所以精华在于竞争分析，是因为个股投资是偏重结构而非总量的活动，坏行业也会有伟大公司，人与人预期最大的地方就在于对行业格局的把握，这块才有可能出超额收益。

13.我们研究企业，一定要考虑一点，其规模做大后，是否有规模效应，是否有采购成本的下降、研发成本的下降，是否有一次性设备投资壁垒。当发现上游成本是标准化产品，单条生产线投资只有几百万，下游需求高度分散后，行业必成为无规模效应、各自占据自己渠道的混战局面。结果不仅无法产生龙头，更让大多数企业活得很纠结。

评：投资新手往往会犯这种错误，比如新能源汽车是近年市场的热点，新手以此为利好，就可能选择一家新能源汽车制造商的股票投资。但是，恰恰在当前的发展阶段，新能源产业链中游的格局是混战局面，所有企业活得都不是太舒服。此时投资产业中游，也很可能因混乱的竞争格局，感到很不舒服。

14.研究制造业，良率问题是必须面对的问题……关于良率，还有一个技巧。当去上市公司调研，问产品良率。如果答案是99%，这一定不是一个好的行业；当答案是70%，要提高注意力，有可能是一个牛股。

15.商业竞争，不是简单成本和服务的竞争，更是策略的竞争。行业龙头采取的策略是拿高端产品赚钱、拿低端产品打压竞争对手。当龙头发现，跟随者技术取得突破，即将进入低端产品，如果不加控制，将进入高端产品时，会采用低端产品大幅降价，甚至降低到成本价以下的方法，让跟随者即使产品出来，也无法赚钱。而对龙头来说，高端产品才是其利润来源，规避了竞争对手进入后，价格掌控力更强，最终反而受益。

评：竞争策略。直接对照各手机品牌产品系列和定价的策略，就容易理解了。

16.无分歧的上涨，往往意味着高点的加速到来……企业从持续高增长突然放缓时，特别是二、三季度，一定要高度重视，是否只是偶然性……资本开支显著下降，一方面可以知道公司对未来发展的信心，另一方面没有投入何来产出……错的是时间，任何一个企业，发展都是非线性的，都是先投入后回报，进五休二。欲速则不达。

评：二、三季度，资本开支，非线性。果然好公司从来不是一

波到位。

17.分析产业，一定从下游分析上游，终端用户是最大的产业秩序决定者。第一个终端用户是消费者，对消费者购买行为的分析是核心，用户的新鲜感、虚荣心和从众心理是用户行为三要素；第二个用户是TOB领域的政府、银行等机构；第三个用户是TOC领域的企业。

评：只分析数据不行，还得分析人。电子行业用户心理：新鲜感、虚荣心和从众。其他很多行业好像也差不多。而且用户也分层。而且你会发现，新鲜感、虚荣心和从众是大消费品行业消费者心理分析的共性要素。如果你还不明白的话，想想你自己最近的消费行为，大概就明白了。

18.以资本运作为代表的投资多理念时代随后到来……无论是卖方还是买方，在一种模式下必然很难持续成功……如果把每年A股涨幅前100名列出来，总有五分之一是低估值，总有五分之一是高估值高成长，总有五分之一是小市值炒行业，总有五分之一是资本运作和重组，总有五分之一是炒周期弹性。大家各取所需，选择自己的五分之一，就是投资的佼佼者。

19.逐步总结出未来最好的三个方向：虚拟现实、汽车电子和半导体。

评：加上前面的消费电子，和正文中提到的5G，这篇研报一年后也不过时。最新行业年度策略中，还是这些东西。由此可见，行业的投资主线变动一如实业企业经营一样，变动是非常慢的，如果准确把握到一条主线，则过程中会有多次上车的机会。

20.在手机设计最开始阶段，有两个产品一定要介入同步研发，一

是声学，二是天线。这两个环节设计出现问题，会影响手机的使用。这也是声学和天线行业客户黏性最强、格局最清晰、行业最集中的原因。

评：这固然是一条电子行业投资分析的经验，涉及子行业选择的问题。其实，这个规律也适用于别的很多行业，我们在产业链中进行抉择的时候，应该选择客户黏性强、格局清晰和行业集中的子行业，而决定这些要点的原因是什么呢？一个重要原因就是产品天然的属性，例如：手机就是一种无线通话设备，所以声学和天线是基本。

21.下一个五年，将像智能手机一样，产生一批新的200亿市值的汽车供应链公司，中国制造业将在智能汽车时代崛起。

22.我们发现一个现象，中间市值的子行业龙头是领涨公司。100、200、400亿市值公司估值比为5∶2∶1。可以明显看到，投资机会跟市值的异常现象，表明，在中间市值公司上涨后，机会在偏大市值公司。

本节思考题

回顾2001—2007年的手机发展历程，我们发现，2001—2003年手机高速成长和渗透时，行业龙头诺基亚的股价和份额是下跌的。而到了2004年，手机增速开始放缓，渗透率趋于饱和时，诺基亚反而股价三年内上涨2倍多，并在2007年全球占有率超过40%，凭借N系列和E系列如日中天。

这是为什么呢？

---

1. 本节部分内容引自《毒舌研报》2017年12月19日文章《为了学行业，看了篇7万字的老报告》，有修改。

2.电力行业㊟

我们不是特别看重股价的阶段性表现，更看重公司的商业模式和业务发展情况。有时候，股价可能一年、两年都没有好的表现，如果行业、公司是按照你认为合理的逻辑在发展，就应该继续持有。

——著名投资管理人 邓晓峰

和我司基金经理王吉祥聊天，他建议我从电力行业开始学读行业和公司研报，理由是行业相对简单。

之后我又去找王吉祥，我说，既然电力行业这么简单——产品单一，价格确定，没有存货——那么我们只要分析煤价不就好了吗？这行业会有超额收益的可能吗？王吉祥说，有。

他说，孩子，我给你出个题，你去看看国投电力的研报，然后你告诉我：为什么2007年牛市后它一路阴跌到2011年？为什么2013年开始，它逐渐有表现，从1块多（前复权价，下同）一直涨到14块多呢？

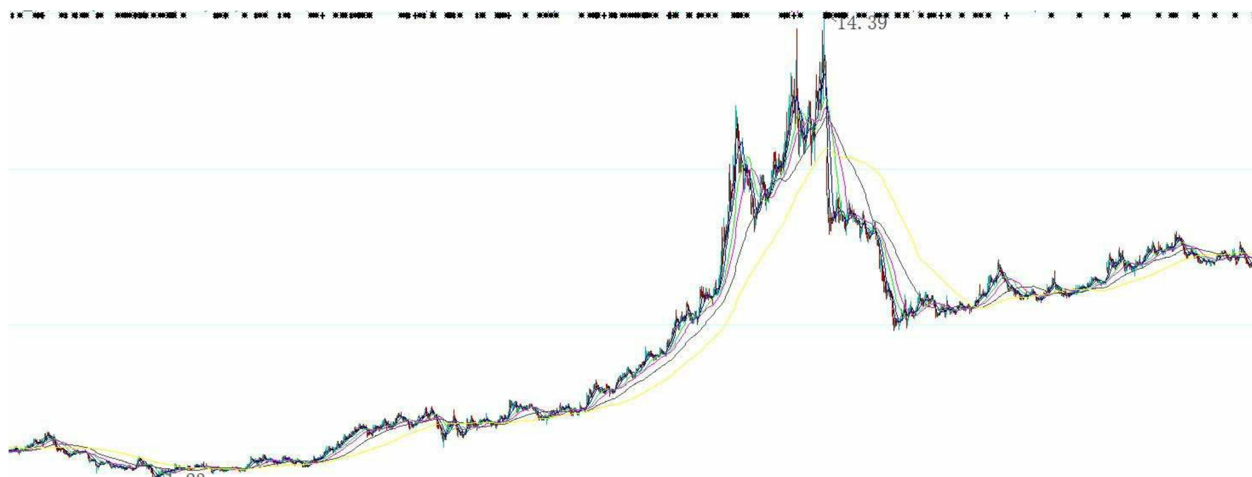


图4-1 国投电力股价走势

作为一个野生价值投资爱好者，你要把“世界是可以解释的”作为信仰，虽然牛市的确可以解释差不多80%的爆发式增长，但如果你只看到这点，那么——离开牛市，你就什么也不是了。

第一步：材料准备

下面就按菜谱的方式，你们跟我一起来操作：

第一步是准备原料。我用“看研报”的搜索引擎，设定了“公司研究”“深度研究”“全部（2009年起）”三个条件，在限定条件内搜索“国投电力”。

报告页数：-不限- 以上 评级：不限 上调 买入 增持 中性 卖出 首次覆盖 | -港通-
时间范围：今天 本周 近7天 近6月 近1年 全部(09年起) 更早的报告 指定时间范围：
过滤内容：
高级查询 [清空] 国投电力 在已限定条件内查询。
栏目：公司研究
类型：深度研究

图4-2 通过研报平台设定搜索条件

好的搜索引擎是必需的，搜索结果是21条，如下：

|< < > >| 共21条 第1/1页 每页 50 条

极速预览 报告和摘要



18P 国投电力（600886.SH）：低估值水电蓝筹，海内外扩张促成长 增持 (维持上次评级)
申万宏源研究 | 刘晓宁 叶旭晨 王璐 | 电力 | 深度研究 |
国投电力(600886 沪港通 公告新闻) 个股全景图 (7.41 -0.06 -0.80% 1.50亿)



30P 国投电力（600886.SH）：水电保增长，火电有弹性 买入 (强烈推荐) 上次：增持 (推荐)
长城证券 | 杨洁 | 电力 | 深度研究 |
国投电力(600886 沪港通 公告新闻) 个股全景图 (7.41 -0.06 -0.80% 1.50亿)

24P 国投电力（600886.SH）：水电受政策支持利润稳定，火电盈利预期改善 买入
西部证券 | 王艳茹 | 陈旭 | 电力 | 深度研究 |
国投电力(600886 沪港通 公告新闻) 个股全景图 目标价：9.52 目标涨幅： +28.48% (7.41 -0.06 -0.80% 1.50亿)

9P 国投电力（600886.SH）：雅砻江水电为公司业绩保驾护航 增持 (维持上次评级)
财达证券 | 卢文静 | 电力 | 深度研究 |
国投电力(600886 沪港通 公告新闻) 个股全景图 目标价：10.00 目标涨幅： +34.95% (7.41 -0.06 -0.80% 1.50亿)



19P 国投电力（600886.SH）：雅砻江中游开发进行时 买入 上次：持有 (中性)
中信建投 | 万炜 李俊松 | 电力 | 深度研究 |
国投电力(600886 沪港通 公告新闻) 个股全景图 目标价：8.80 目标涨幅： +18.76% (7.41 -0.06 -0.80% 1.50亿)

19P 国投电力（600886.SH）：雅砻江中游开发进行时 买入 上次：持有 (中性)
中信建投 | 万炜 李俊松 | 电力 | 深度研究 |
国投电力(600886 沪港通 公告新闻) 个股全景图 目标价：8.80 目标涨幅： +18.76% (7.41 -0.06 -0.80% 1.50亿)

图4-3 搜索结果示例

之所以选择“深度研究”，无他，研报忒多了耳。看不过来，深度研报是短时间内了解一家公司最好的方式。

接下来就是把这21份研报都读一遍。这一步没法再讨巧了，只能硬着头皮干。读完以后就建立起对这家企业的世界观了。

第二步：建立架构

逐字阅读人人都会，只需要认真。读完以后，我对国投电力乃至一家发电企业的分析框架基本就有了。这个，**有正常理解能力的人都能做到，比想象的简单。**

1.发电企业就是发电企业，不是电网公司。总的说，只要“上网”了，就算卖出去了。

2.发电就那么几招：火电、水电、风电、光伏、核电。所以得搞清这家企业靠啥发电，各占多少。早期分析师说，国投电力是“水火并济，风光互补”，是指它水电、火电、风电、光伏都有，看下来就知道“风光互补”都是吹牛的，上网占比不到2%，所以砍掉，只看火电和水电就够了——发现我的成长了吗？

3.火电和水电分析。火电一看电价，二看煤价（后期还有煤电价格联动），电价你懂的，基本就那样，所以煤价作为成本是个要命的因素。水电看水？我还看天气预报呢，一边去。水电这个一看不得了，这块比较牛，但特征就是：前期投入比较大，但是发电成本极低——我们越来越接近真相了。

4.这个国投电力之前一直干吗呢？关键就在水电这块，它一直在雅砻江盖电站（背后有资本运作，我就权且简化了）。按说盖水电站也没什么稀奇，关键是从2013年开始，它新盖的水电站就逐步释放利润了。

5.特别牛的一点就是，它垄断了雅砻江上下游，是全国第三水电基地。这种垄断意味着，若夫淫雨霏霏，一般上游电厂就泄洪发电，但它可以存着啊。至若春和景明，天不下雨了，它就可以放水。于是，有水能发电，没水也能发电。这就是独家垄断的好处。

6.最后看销路。销路确实是个问题，也就是能不能上网，以什么价格上网。它前几年有两个火电厂效益不好，后来就挂牌拍卖。但是它水电这块销路一直很好，而且到后期，上网电价还上调了。

所以，从基本面简单说，国投电力的故事大体就是这样：1.一直在投钱盖一些协同性很强的水电站，逐渐投产了，好卖，利润大。2.煤价下降导致火电赚钱了。3.投钱盖电站的时候很惨。4.赚钱的时候很爽。5.分水岭就在2013年到2014年。

还记得新财富电子行业白金分析师赵晓光的语录吧？底部是市场试错试出来的，所以不要苛求底部，事实上2012年就开始有分析师清楚讲出了这个逻辑，你应该在2012年开始就坚决买入，或者像著名基金经理邓晓峰那样，从2009年开始就一路持有和加仓，耐心等候那一刻绽放。

别想了，5年的投资周期，你做不到。你想的全都是在拐点到来那一刻你全仓杀入，对吧？

这也不是不可能。反正我做不到，你是可能的。

第三步：研报复盘

好，上面是我脱水的一个20多份深度研报的投资故事。下面，我们提示一下，其实只要你认真看研报，从2012年开始，你就有机会介入这个业绩拐点带来的投资机会，尽管过程肯定是相当辛苦的。

1.时任招商证券分析师彭全刚，2012年1月研报提示："由于2013—2015年公司业绩将出现爆发式增长……我们认为，随着雅砻江大量优质水电资产的陆续投产，以及项目贷款的逐步偿还，公司未来净利率仍有较大回升空间。"

这个提示是十分正确的。

2.时任安信证券分析师张龙2012年6月研报提示："虽然今年将会受到财务费用和折旧影响，业绩不会有明显提升，但随着产能的逐渐释

放，将会为公司大幅增加利润……电价上调将使得二滩公司赢利能力再度上升……公司可以通过上下游电站水库的蓄水和发电的调度有效减少丰水期的弃水……”

完全正确！电价上调的预测也准确。

3.时任银河证券分析师邹序元2012年8月的研报提示：“业绩拐点……由于水电存在初始投资大，初期折旧和财务费用高的绩效特征，因此水电公司的绩效高峰滞后于规模扩张高峰。但是对于价值投资者而言，水电的盈利和价值体现将在中长期内持续体现。”

业绩拐点，你还能让分析师说什么呢？很明白了。还有水电的绩效特征，可以记下。

4.时任华泰证券分析师程鹏2013年4月的研报提示，雅砻江建电站成本低。什么沉没成本啊？平均造价啊。这些词你都不用十分懂。还有调节优势和送出优势。这些词，你都不用懂，只要逐字读研报，读到后面就跟老朋友似的。

5.时任上海证券分析师朱立民2013年11月研报提示，水电上网价格不受“煤电联动”的火电上网定价方式影响，而且水电在各种发电方式中成本最低。

看发电企业，就多看看水电吧（其实也没什么好看的，数量很少）。

6.时任中信证券分析师吴非2014年1月研报教你一招：“从电力投资行业经验看，项目设计概算一般能够覆盖整个项目最终投资额。”这一点和化工行业还真不一样，你看电力行业达产的进度还经常超预期，另外国投虽然个别水电站超了预算，但是总体看达产预期实现得非常棒。

7.时任招商证券分析师侯鹏2014年2月研报再教你一招：“（水电）

由于增发电量不增加任何经营成本，因此，电费收入基本上就是公司利润。”他按照枯水期电价上浮和分时系数，估算全年净利润增长额，这些方法都可以学。

好好读研报吧！

最后是我呕心沥血的几点心得：

1.第一遍浏览最慢，后面会越来越快。这是因为公司的基本面总体稳定，变化很慢，正所谓“实业的步伐永远赶不上金融业”，所以，大量深度研报的内容其实都是雷同的。

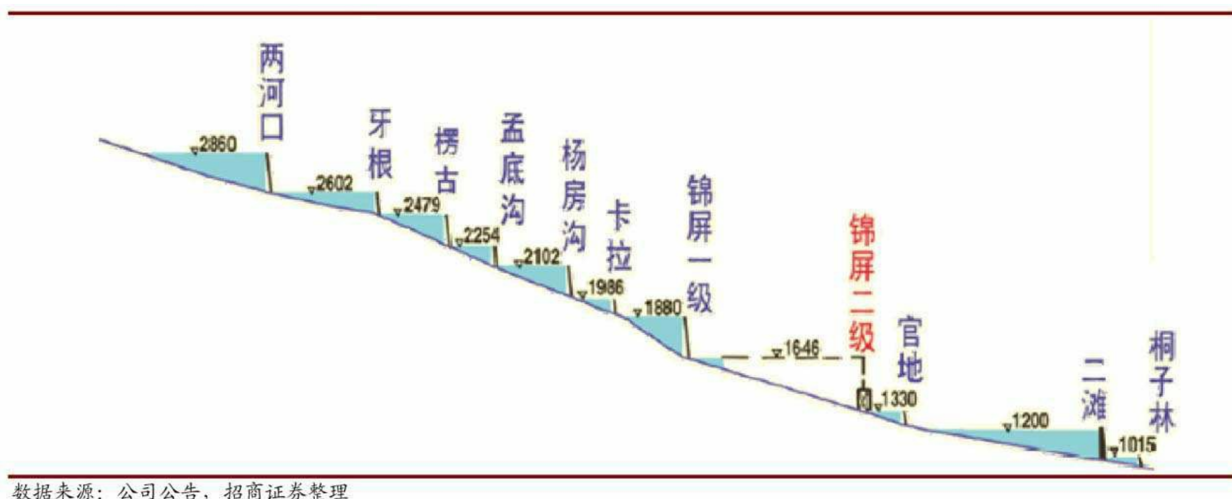


图4-4 国投电力雅砻江梯级电站部署

譬如这幅图，你会在国投电力的深度研报中反复看到，还有这种：

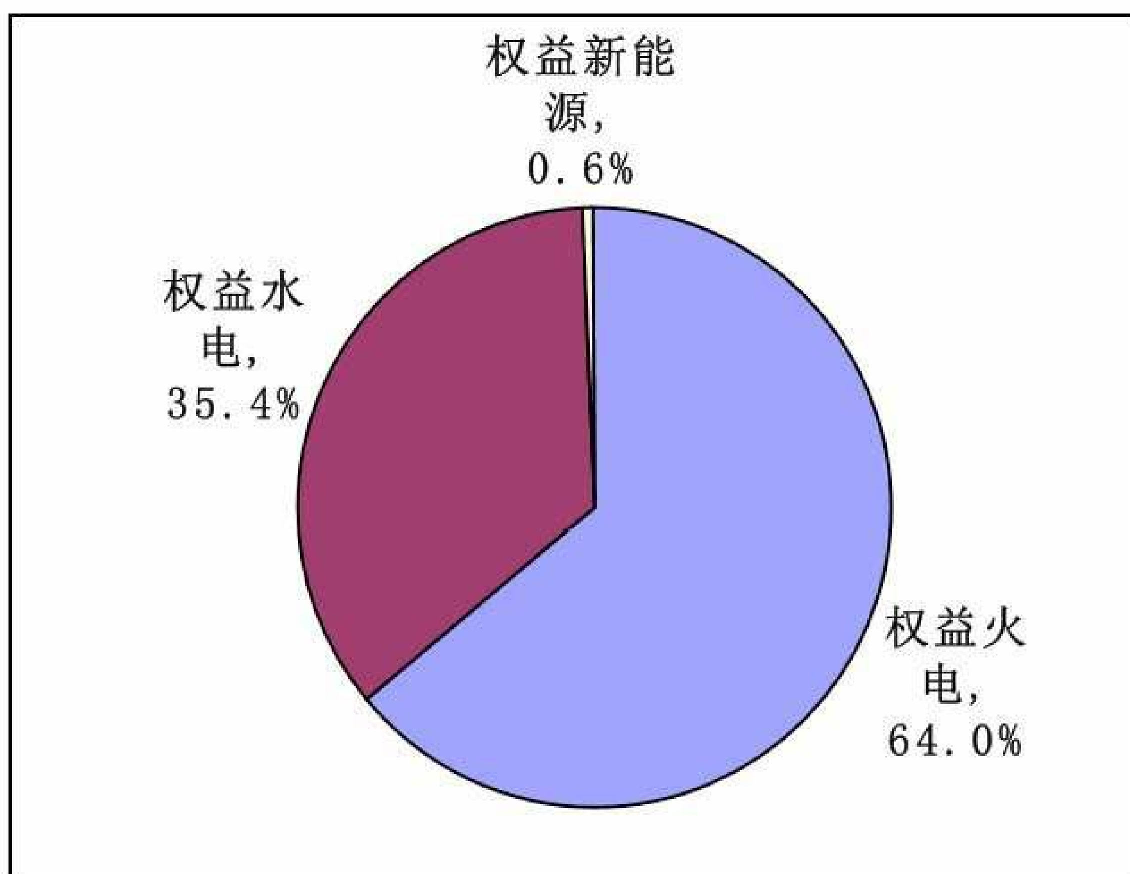
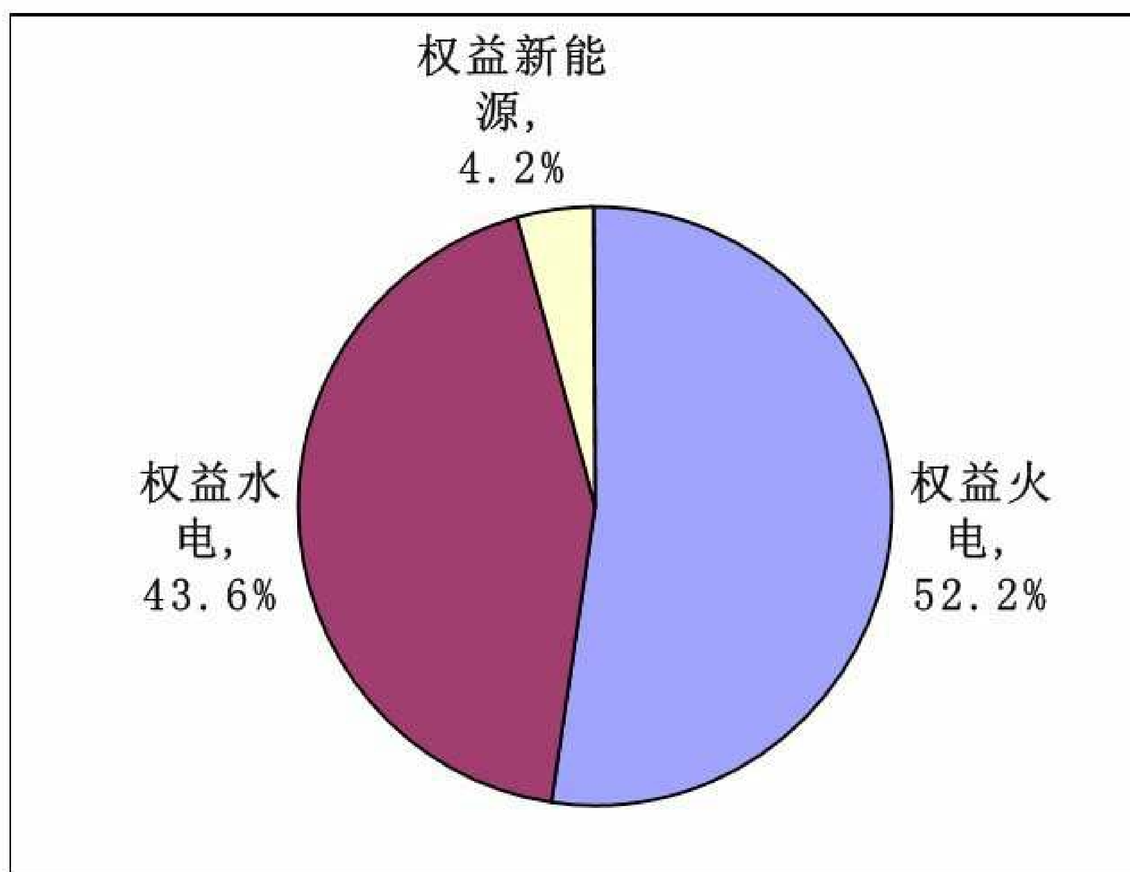


图4-5 2009年末国投电力电源结构



数据来源：公司公告、上海证券研究所

图4-6 2013年10月底国投电力电源结构

因为基本面变化很缓慢，所以越往后，你看研报的速度会越快，所以，阅读量并不像你想象的那么大，不算很辛苦。

2.所谓公司研报，就是把公司业务不断分拆。从电到水电，从水电到水电投资，从建设到投产，从发电到销售，从目前价格到未来价格。当然，发电确实是比较简单，但道理是相同的。

3.对生僻的专业词汇，不要有畏难心理。有些词的确会妨碍你阅读，都是一些行业专用的名词。开始你要想一想，后面遇到时会回头想一想，直到最后你连脑子都不用过，这是因为你熟悉了。

你撩妹也是一样，是逐渐地知道她喜欢吃啥穿啥玩啥，你下的功夫比这大多了。撩妹不赚钱，看研报没准还赚钱呢，你有啥好抱怨的？

4.深度研究总体还是靠谱的。好好看研报吧，比听中国好同学、中国好邻居推票强多了。当然，也有类似乐视网的深度研究，这个有机会咱们单说。

---

1. 本节部分内容引自《毒舌研报》专栏2017年12月26日文章《听王吉祥的，从电力开始学读公司研报》，有修改。

3.家电行业㊟

人类最独特的能力是，只有人类能从更高的维度看待现实，并总结出对现实的理解。

——瑞·达利欧，桥水基金创始人

2016—2017年，因白马行情不断深化，很多从来不做价值投资的人，也开始对美的集团和格力电器熟悉起来。如果用股票投资和现实生活做个比照，家电股可能是股民“最熟悉的陌生人”——每天都用这些电器，但是从来没想到过投资这些电器企业。

但我们分析家电行业，却不涉及格力电器和美的集团。

被这波白马行情洗礼过的您，可以想一想，觉得这样的设定下，还有的谈吗？

是非常有的谈的——2017年涨幅最大的家电股不是格力和美的，不信你自己去查。

3年来也不是。一开始我也以为自己看错了，但并没有。

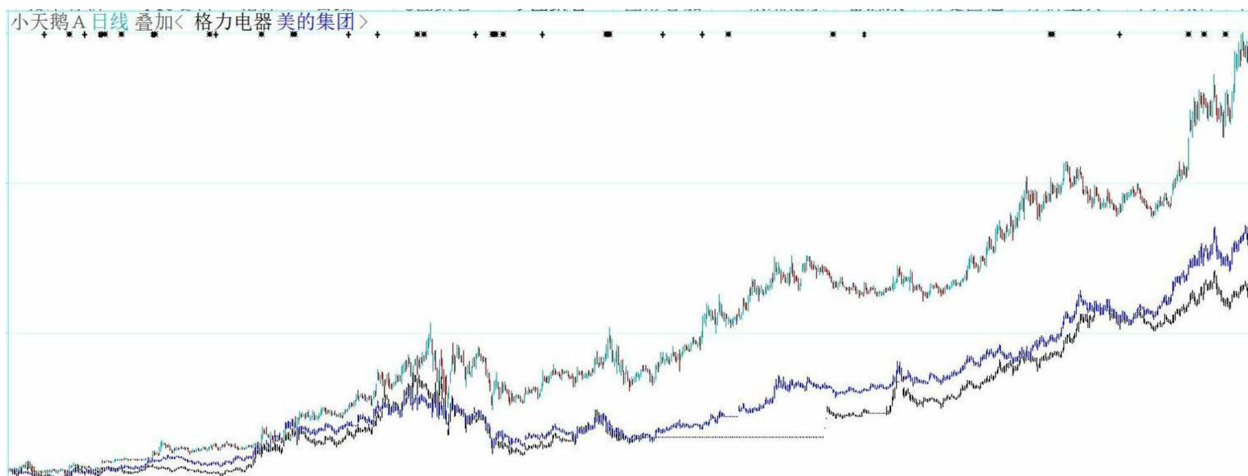


图4-7 小天鹅、格力电器及美的集团股价走势

中间的线是美的集团，下面的线是格力电器，最上面的是小天鹅A。

这是为什么呢？

今天，我们来聊聊家电行业的研报和相应的研究框架，其中要拿小天鹅说事。

偏见，看你命中几个

首先齐齐鲁要坦白，下面关于家电行业的几个固有偏见（错觉），我本人脑子里都存在过。请你对照自己的情况，究竟命中了几个？

1.家电行业利润很薄——从早年的各大卖场到现在的京东，那么多品牌，竞争太激烈，利润怎么可能大呢？

2.这些年什么东西都涨价，但是家电不怎么涨价——就拿电视来说吧，20世纪90年代初，一台21英寸平面直角遥控彩电要3000～4000元，现在同样的价格能买到55英寸的液晶电视，还不考虑货币贬值。

3.分行业好坏排序：空调、冰箱、洗衣机、电视——空调比冰箱技术含量高、利润大，冰箱比洗衣机利润大，洗衣机比电视利润大。

4.增长空间有限——不是三大件时代啦，家家恨不得都两个电视了，电器还耐用，所以没什么增长空间了。

5.2016年到2017年，原材料都嗷嗷涨，电器利润肯定不行——钢铜铝，就连纸壳箱都嗷嗷涨，家电还是个充分竞争行业，提价困难，那只能降低利润率了。

6.能榨的都榨干了，运营效率不可能再高了——中国人玩家电玩成全球第一，从生产到销售，能玩的都玩了，已经到极致，运营效率的提高没什么空间了。

鄙人未从业前炒了七八年股票，从来没买过家电股，一只也没有，多多少少受到上面这些偏见的影响。

特别是早些年，我家楼下就有一个大中电器城，每每路过，看着它门口乡村大舞台一般的布置，外围一群想着领桶花生油、拿袋自发粉的大妈和痴汉，就觉得这行特别艰难。

偏见，这就是偏见。我这就是典型的享受着胜利果实反胜利，标准的修正主义路线。于是，我把此次对于家电研报的学习，作为我个人灵魂深处闹革命，斗私批修一闪念的具体实践。

家电就是“国运”的典型缩影

股票投资就是国运投资，这从美国市场就看得明明白白。在这个走运了200多年的国家，任何一次下跌都是事后看来很好的买入机会。

以改革开放计算，中国国运也已有近40年的不断提升的过程。如果“国运”有个缩影的话，我想，在芯片领域出现重大突破之前，在大飞机成片飞上天之前，恐怕没有什么行业比家电更适合作为“国运”的缩影了。

本文使用了多篇研报内容，为行文方便，不再列明来源，直接上结论：

1.荣耀属于白色家电。尽管2017年家电板块是牛市，但是根据研报，2017年家电板块的61只股票中，跑赢大盘的仅有15只股票。这其中，荣耀属于白色家电。上图：

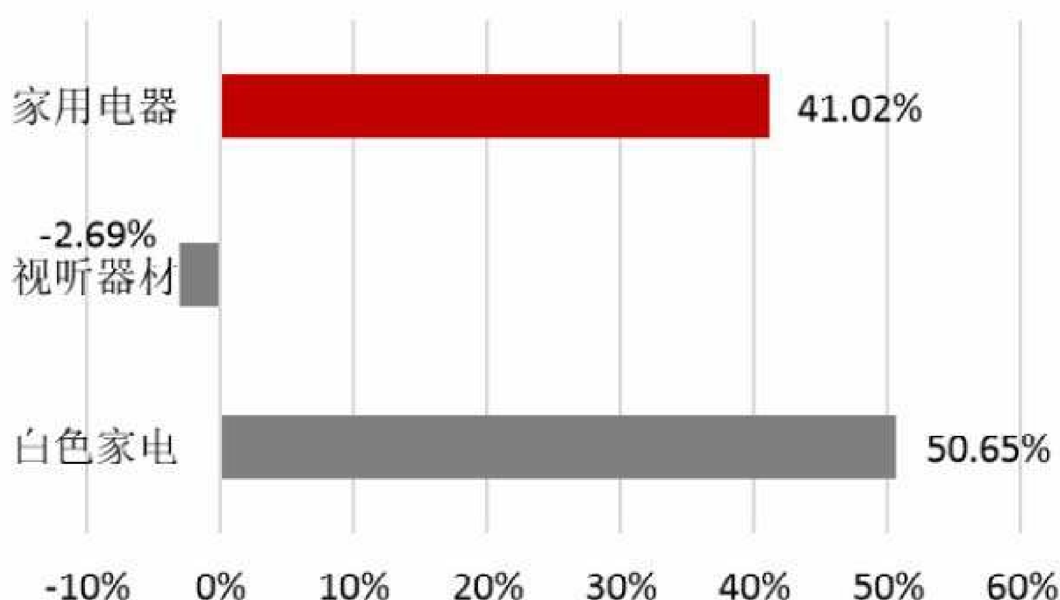
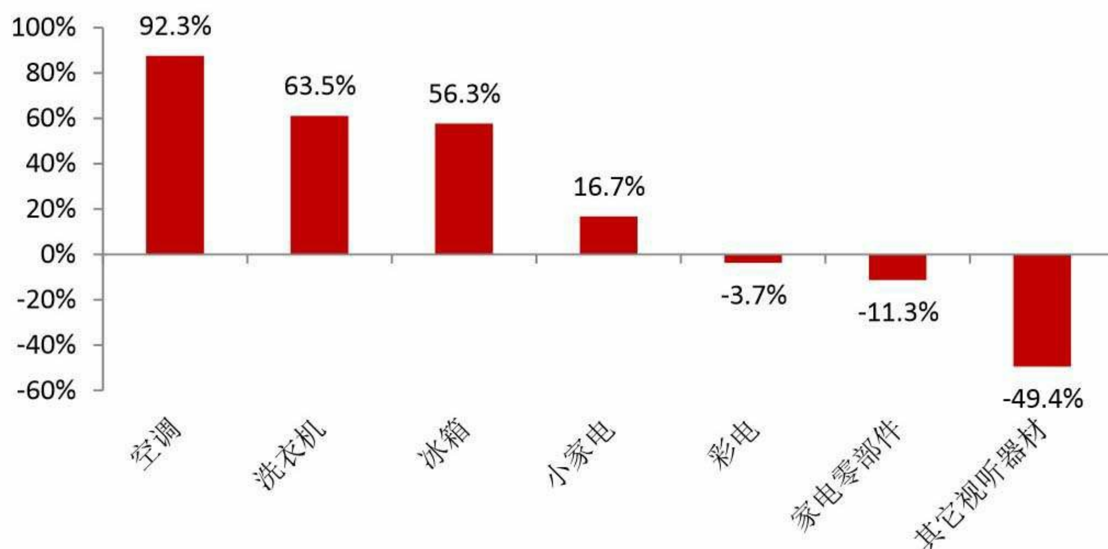


图4-8 家电各子板块2017年涨跌幅

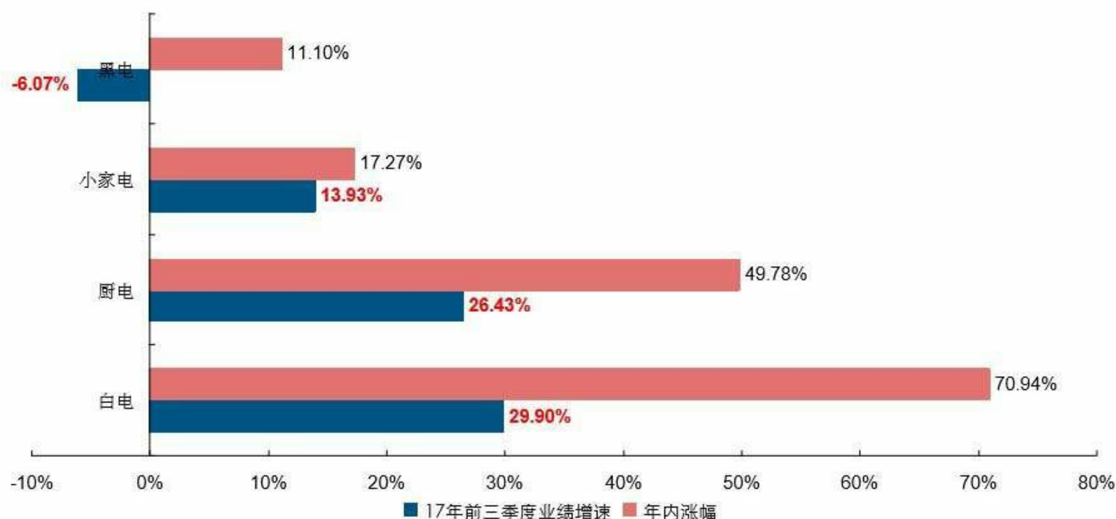


资料来源：Wind，川财证券研究所

图4-9 家电各细分品种板块2017年涨跌幅

可以看到，空调、洗衣机、冰箱很好，从彩电开始就完了。

所以，对于初学者来说，可以多关注白色家电，而洗衣机好于冰箱，估计也颠覆你的认知。



资料来源：Wind，长江证券研究所（截至 2017 年 12 月 8 日）

图4-10 家电各细分板块业绩增速及涨跌幅

厨电则是仅次于白电的选项。

2.从行业格局看，家电行业已经自发完成了供给侧改革，是个集中度很高的行业。这行“剩下来的”公司活得好着呢。

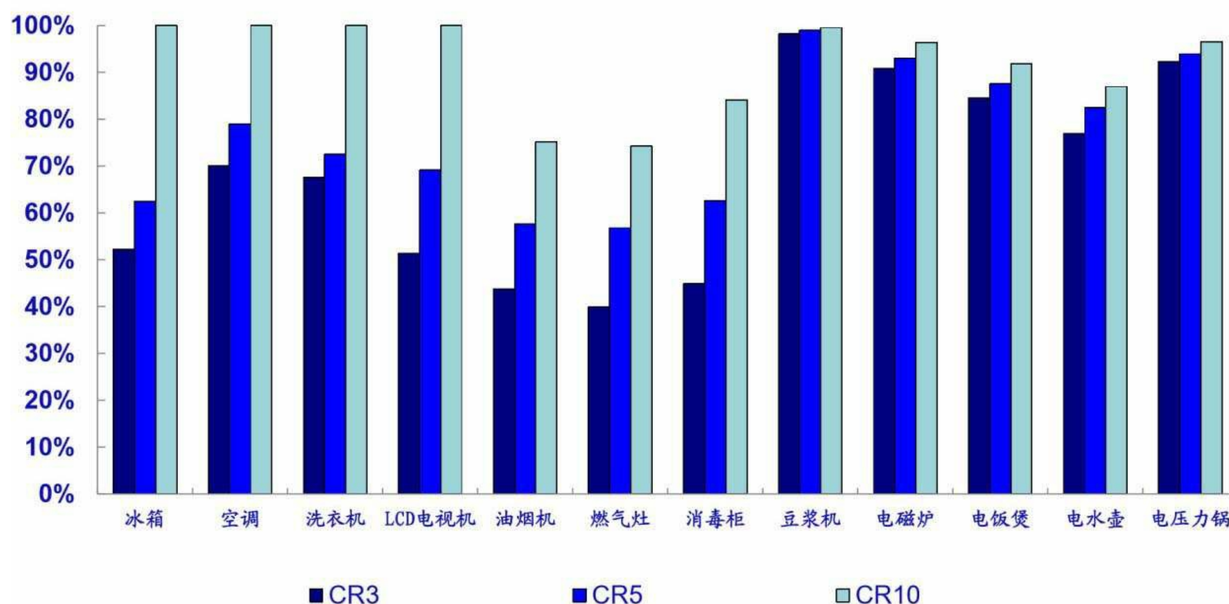


图4-11 2016年家电各类产品行业集中度

数据很清楚，冰箱、空调、洗衣机和电视，行业前三市场份额都超过一半，空调和洗衣机集中度相对高，小家电的格局更甚。

3.与2有关，由于“剩者为王”，所以家电厂商对上下游的成本转嫁能力都非常强，一方面，由于采购大而上游企业规模相对较小，原材料涨价压力可以往上游压；另一方面，由于自建的渠道强而且多，对下游的提价能力也强。

过去10年原材料共上涨过两次，家电厂商对上游压价，对下游提价，不仅成功转嫁了成本压力，而且在随后的原材料降价时期反而享受了成本降低的红利。

4.家电其实一直在涨价，哪怕是家家都已经买齐了的。

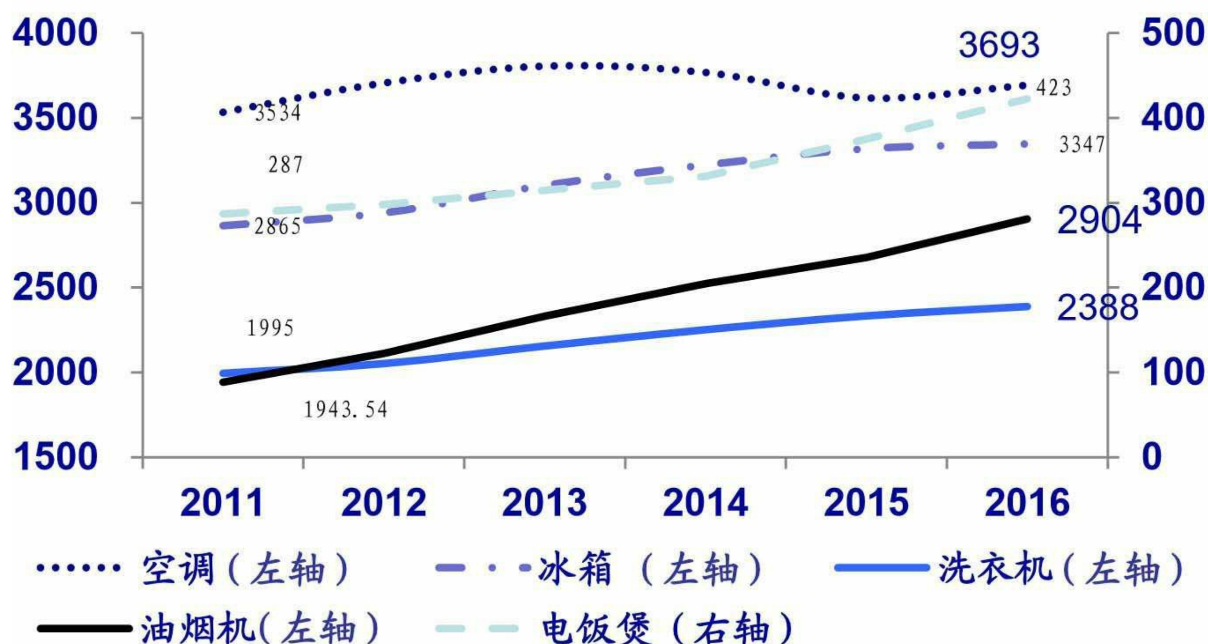


图4-12 成熟家电价格走势

空调还算有良心，最不要脸的是抽油烟机和电饭煲，洗衣机和冰箱也不怎么样。

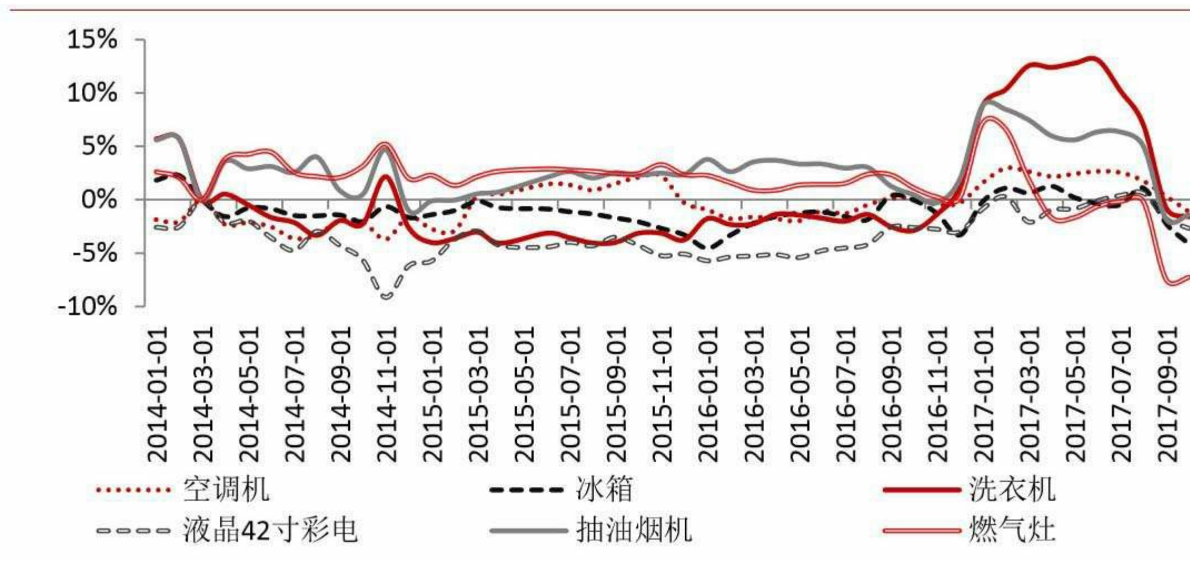


图4-13 2017年1月至8月家电终端价格走势

请注意这个图，它说的意思是，原材料价格涨的时候，家电价格就上涨；为什么2017年8月以后家电价格下跌了呢？不是因为卖不出去，

是因为原材料价格跌了。所以你可以想见家电企业的价格掌控力。

5.中国人还是买买买。一方面是盖了好多房子，所谓“房地产后周期”，买完房就配置家电。另一方面是不断升级换代，比如冰箱，从两门到三门，到对开门，到对开多门；洗衣机从波轮到滚筒，到干衣；厨电花样就更多了。而且，据说，我们现在正处在家电的7年更新周期之中。而且，跟发达国家比，我们从城市到农村，家电“渗透率”还有提高空间。

6.外国人也在买买买。家电行业在国内完成了进口替代之后（现在除了西门子、LG，以及个别外商电视品牌之外，其余都被国产拿下了吧，不信你回家自己看看），就开始了对国外市场的出口替代。



图4-14 2017年上半年代表性家电企业外销比例

可以看到家电巨头的外销比例在不断提高。

总结一下，家电行业就是这样：白电厨电好，巨头龙头好，价格掌控力强，内外需求好。

反映到财务指标上，枯燥而不必废话：就是赚钱，没别的。

为什么是小天鹅？

讲回来，格力牛、美的猛，这1年来——这3年来，都没涨过小天鹅A。

这是为什么呢？

我们择要说一下，你千万不要看不起洗衣机这个领域。

1.经营性的重要背景是美的收购了小天鹅。与之相应的是运营效率大幅提升，比如“T+3”模式，感兴趣的可以自己百度一下，不感兴趣的只要知道美的入主后，存货周转率从2012年的5.6次提升到2017第三季度的7.57次，应收款项周转率从8.36次提升至2017第三季度的10.42次。

运营效率的提高意味着什么呢？简单来说，人家是8小时工作制，你是每天三班倒，你的运营效率就是人家的3倍。在家电行业，我们看国际巨头的产能，和国内企业的产能，往往被误导，同样一条生产线，国内企业的利用率要远高于国外企业，充分反映了中国的发展阶段特征和中国产业人的敬业。

2.产品层面的重要背景是洗衣机的结构升级，从波轮到滚筒，到洗干一体机，总有各种名目吸引着向往更美好生活的你掏钱、换机。

3.行业层面的重要背景是双巨头格局的形成，美的系/小天鹅和海尔瓜分了这个市场。

4.渠道层面的重要背景是电商的高增速。据研报，在电商、代理和连锁的渠道结构中，电商渠道收入增速去年第一季度到第三季度是50%

～60%。

5.销售策略的重要背景是重视性价比。一度毛利率相对低，抢占市场后，现在毛利率在稳步提升。



数据来源：东北证券，Wind

图4-15 洗衣机内外资品牌毛利率比较

6.估值层面的重要背景是，小天鹅2013年前估值很低，坑挖得比较大，所以业绩稍一释放，就拉开了5年15倍上涨的序幕。

以上事实，对于我们回顾家电行业历史，形成分析框架或许有点帮助，然而，现实的问题是，下一步家电行业会怎样？

一言以蔽之：总体上研报对于白电、厨电和小家电行业龙头都是看好的，而对于边际改善（也就是最有可能出现超预期回报的地方）则较

多关注于黑电。

只能帮您到这儿啦，不构成投资建议，我们只是研报的搬运工。

本节思考题

最后说道题，请大家思考一下：为什么以电视为代表的“黑电”表现一直很惨？

---

1. 本节部分内容引自《毒舌研报》2018年1月2日文章《这个行业最是“国运”缩影》，有修改。

4.白酒行业注

项羽还是很不错的，因为他内心有原则。

——董宝珍，贵州茅台著名投资人

关于为什么要看研报，我还有一个理由，这个理由来自日常生活中的观察。

由于工作的关系，我们经常会接触到一些老股民，经典的形象是非常有主见，中气十足，杀伐决断，单线程思路（因为A，所以结果一定是B；或者结果是B，那么原因一定是A）。

在过往与老股民的交流中，齐齐鲁总是会听到他们津津乐道于复述历史上的行情演化。比如上海本地股的“两桥一嘴”，著名的“5·19行情”，2007大牛市的“酒色双雄”“五朵金花”，以及之后中小创牛市里面的多只妖股。

这种复述过程显然透露出他们丰富的投资经历，但是，他们往往说不清楚上涨的逻辑，通常归结于“主力介入”“政策支持”这类似是而非的原因。

换句话说，他们“只知道什么涨了，其余都不知道”。

我想，一代一代总应该有所进步吧？所以，我们读研报，有一个目的就是避免出现这类问题，我们炒了一辈子股，但直到离开的那一天，我们仍然不知道为什么涨，为什么是这个涨而不是那个涨，为什么有的涨得多、有的涨得少。

虽然研报也不能完全回答上述问题，但是至少我们可以有一套读研报的方法，把握住每个时段的逻辑主线，或者清楚某个行业最重要的投资逻辑，这样，当我们回首往事的时候，就不会空洞地复述行情。

这一遭就没白来过一次嘛。

白酒行业框架

话说回来，本节就是通过2017年——乃至历史上，白酒股是怎么涨的——来浅谈一下白酒行业的分析。

首先说一下结果，跟你的感觉可能不大一样。

1.白酒股共19只，可以分成三类，最悲催的一类有5只，2017年不仅没涨，还跌了，买入持有这些白酒股的投资者，可能是2017年最心塞的投资者。

2.第二类有8只，2017年涨幅在20%～60%，买入并持有，收益合格乃至不错。

3.第三类有6只，2017年涨幅全部在100%以上，这属于惊喜类。估计你能猜得出它们的名字，说明一线龙头牛。

4.茅台、五粮液和泸州老窖还真没涨过水井坊、汾酒和沱牌舍得，这一点大概会让你感到意外。上图吧：

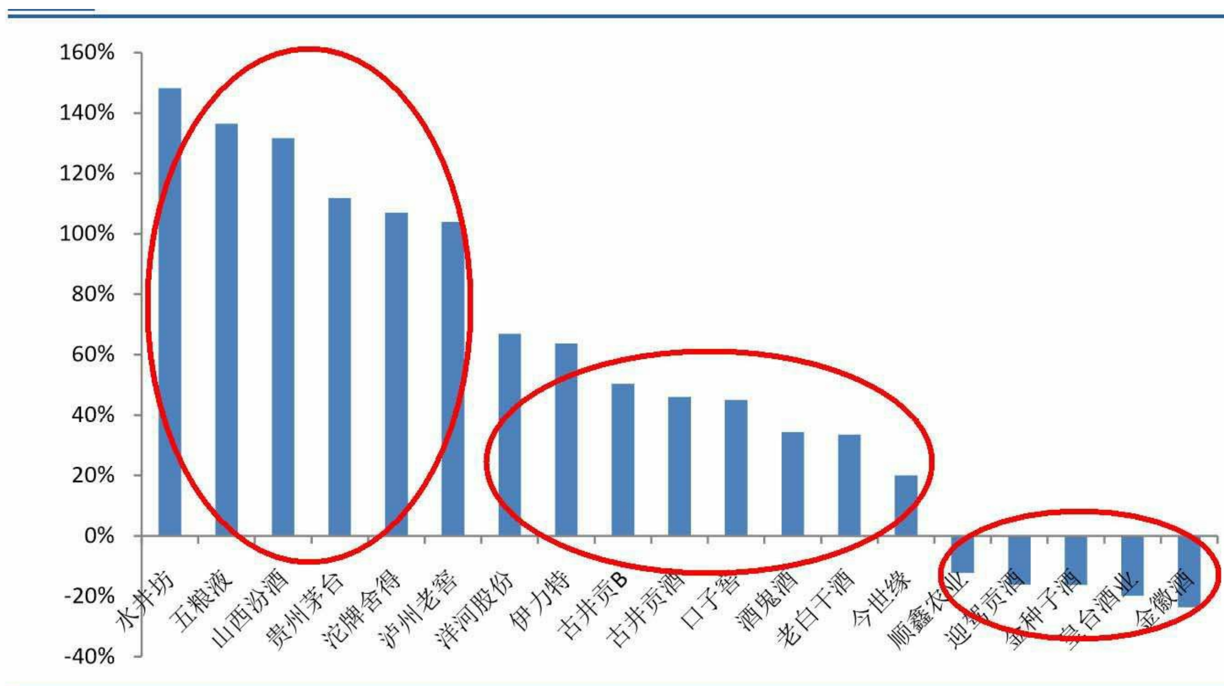


图4-16 白酒上市公司2017年涨幅

挺一目了然的。这个涨幅的结果，几乎也白描了目前的白酒行业格局：高端的茅、五、泸，次高端的水、洋、汾、沱，中端的古口鬼白，以及一系列低端酒。

有了这个格局的概念，我们基本上就完成了白酒行业框架的初体验。

接下来，我们沿着这个格局看看白酒是怎么涨的。

董广阳复盘白酒大涨

这段复盘我选的是招商董广阳团队的研报。白酒黄金十年中，董广阳从招商食品饮料研报第三署名，一路写到第一署名；从上榜一路写到季军、亚军乃至三连冠，就像他自己说的：“招商证券视频团队是目前市场唯一完整亲历（白酒）黄金十年的卖方。”

记住了，这轮白酒是这么涨起来的：

表4-1 白酒分档业绩改善情况

	2014	2015	2016	2017至今	累计涨幅
洋河股份	101.0%	23.7%	5.6%	29.9%	240.9%
老白干酒	91.2%	22.2%	-2.4%	-2.8%	121.5%
古井贡酒	67.9%	-0.7%	24.9%	26.7%	164.1%
贵州茅台	66.9%	28.8%	56.5%	51.0%	407.9%
五粮液	42.9%	29.4%	29.4%	67.2%	299.9%
沱牌舍得	24.1%	23.0%	-1.2%	69.9%	156.0%
山西汾酒	21.7%	-15.8%	31.6%	119.9%	196.5%
金种子酒	16.3%	-13.6%	-8.3%	-2.4%	-10.1%
泸州老窖	8.1%	37.3%	24.8%	70.6%	215.9%
酒鬼酒	3.8%	22.1%	14.6%	40.1%	103.6%
水井坊	-4.1%	30.4%	50.6%	101.2%	278.8%

正如图中所说，先是中端恢复，然后是高端、次高端恢复。

那么问题来了，为什么是中端？我们看2014年这一列，董老师提到，老白干酒是因为混改兑现，那么洋河和古井是为什么呢？董老师没有说。

带着这个问题，我去请教了我师父——我司基金经理王吉祥。王吉祥说，孩子，你看这个图：

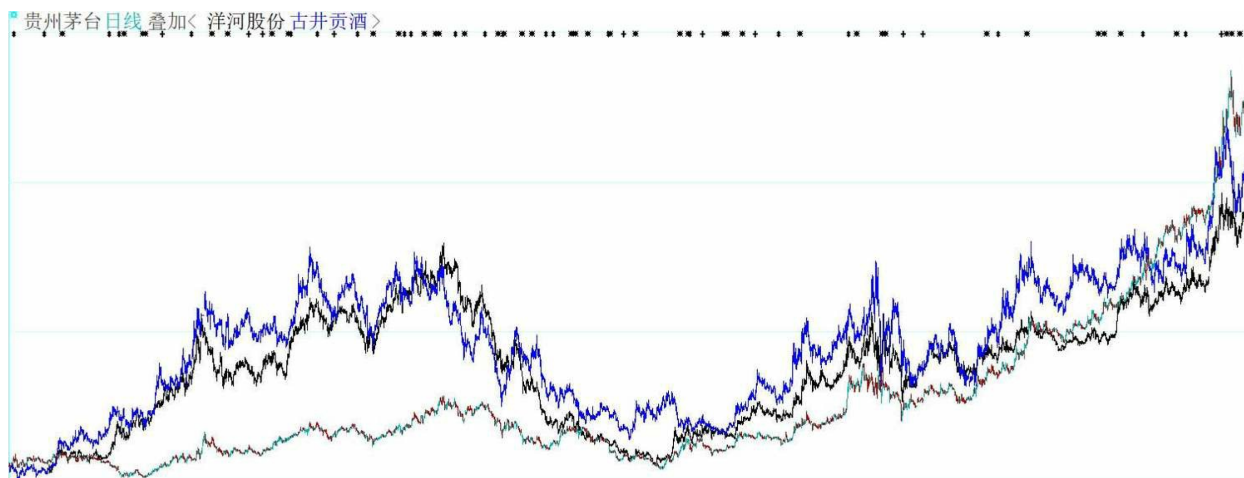


图4-17 茅台、洋河、古井贡股价走势

以右侧节点区分，最上面是茅台，中间是古井贡，下面是洋河。在2009年4万亿带来的那拨白酒泡沫化过程中，茅台没怎么涨，洋河和古井可没少涨；而2012年白酒塑化剂事件后杀估值的那拨下跌中，茅台也没怎么跌，洋河和古井的估值可是没少杀。所以，2014年行业见底后，估值杀得厉害的先反弹了。

“虽然都是涨，都是赚钱，但是你要知道，赚茅台的钱和赚洋河的钱，不一样。”王吉祥语重心长地对我说。

关于怎么不一样，我们留到下节。现在，还是按着董广阳的复盘继续讲。

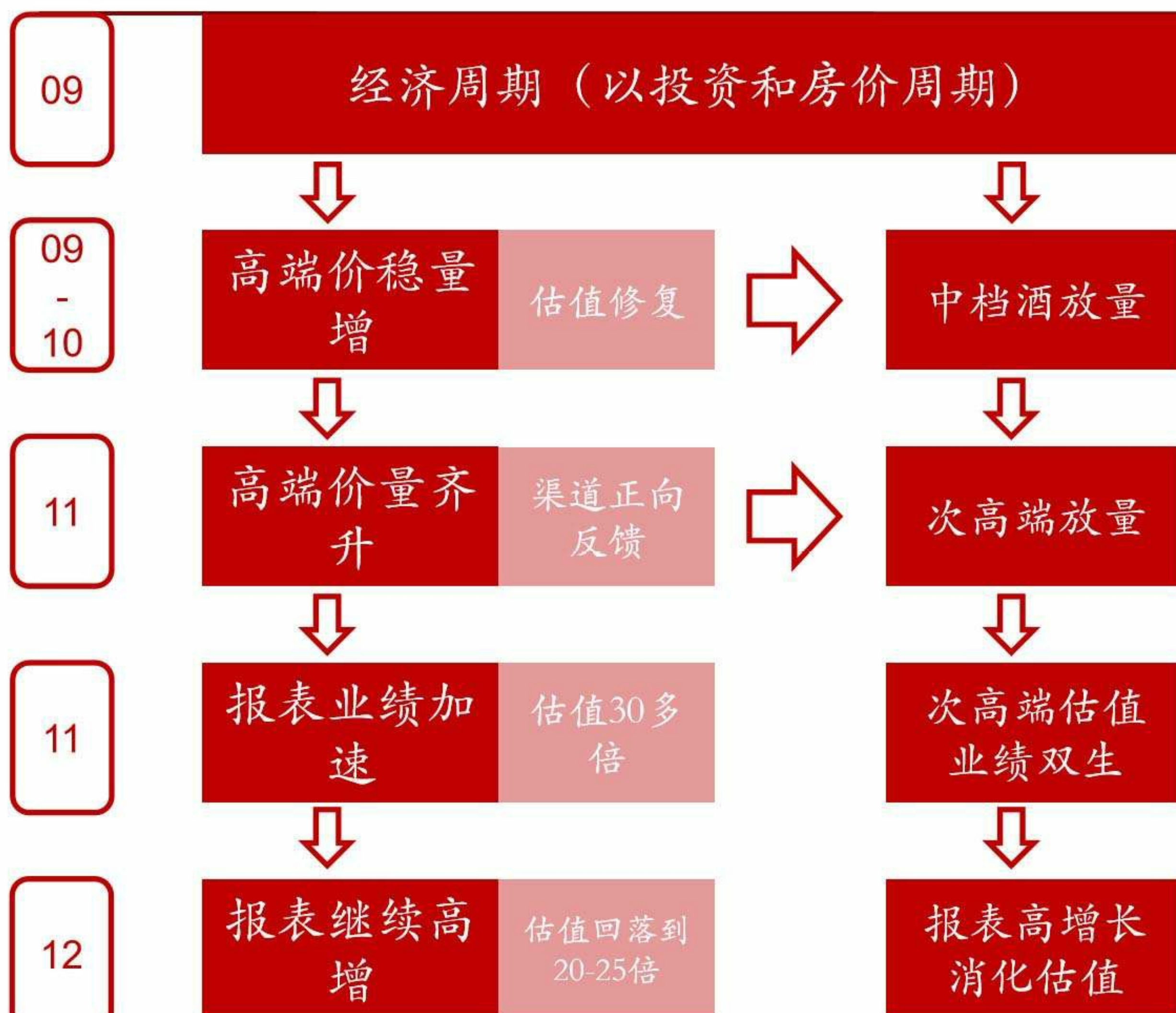


图4-18 董广阳研报截图，揭示了白酒逻辑的演变

这是董广阳给的2009—2012年白酒行情的逻辑图，我们可以看到高端与中端、次高端的互动关系。高端价稳量增，就意味着中档酒放量；等到高端价量齐升，就意味着次高端放量。

所以，高端酒就是白酒的基本面。

翻译成人话就是：在白酒股中，如果你不知道买什么好，你就买高端白酒股。当然，这也是常识。我们不甘于此，所以就要继续往下看：

多份年度白酒策略研报对各档次白酒市场未来发展都有预计，大致都是这样的图形：

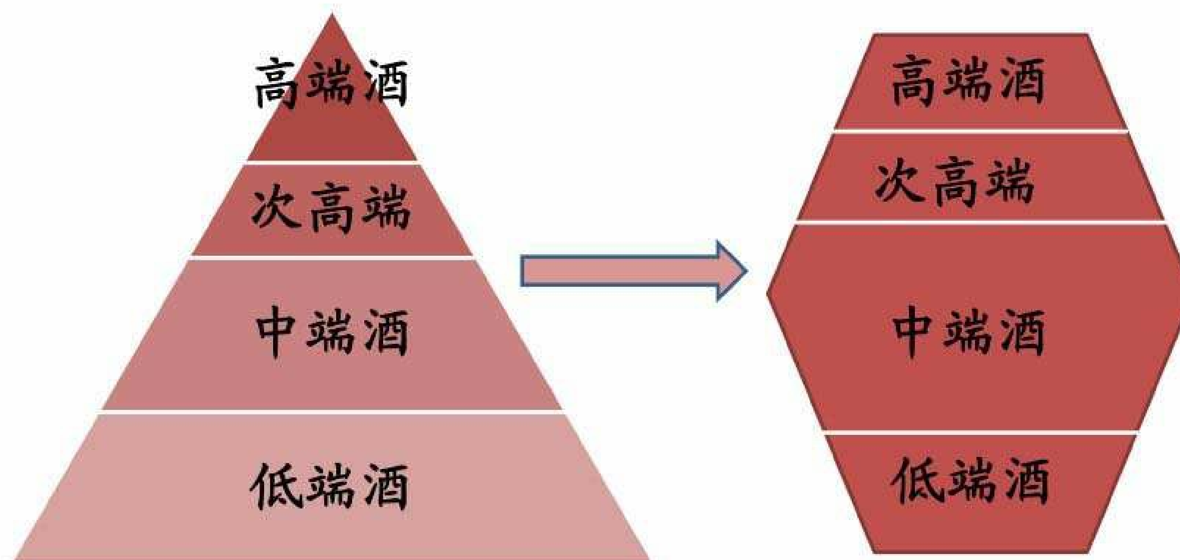


图4-19 白酒市场需求结构演变

换句话说，高端酒是人所共知的共识，低端酒的容量萎缩和可投资度低（因为行业集中度很差，上市公司也不多）也是共识，那么综合考虑拥挤度和可投资度，纺锤中段是不是看着好点？

咳，说句实话，关于次高端弹性更好，也已经是研报共识了。没办法，行业被分析透了，预期差非常非常小，我们只能期待普通投资者在这一点上认识还不到位，如果补足你的认识，也是我们的一点贡献。

为什么茅台涨不过水井坊？

这也就回到我们前面提的问题，为什么茅台、五粮液、泸州老窖2017年的涨幅反而干不过水井坊、汾酒和沱牌呢？

答案就在两个字：弹性。让我们看一下多份研报的语录和标题：

○次高端一直是规模弹性、价格弹性较大的一个价格带。

○次高端白酒：弹性最足，竞争格局次优。

○次高端是整个白酒板块里弹性最足的部分。

○次高端白酒行业深度——扩容式增长，高弹性品种。

○次高端……价量贡献……价格下降10%，量下降30%……价增20%，量增100%。

○相比高端白酒，次高端白酒供给弹性更大，且基于低基数效应业绩弹性很大。

以上研报内容来自国金、浙商、申万、招商和中信。简单翻译一下，所谓弹性包括以下几点：

1.业绩弹性。水井坊总市值200亿+，汾酒总市值500亿+，沱牌舍得总市值140亿+，茅台总市值9800亿+；多卖20亿，对水汾沱意味着什么？对茅台意味着什么？两相比较，意味着什么？

2.规模弹性。茅台一年就是3万吨，我们都知道茅台好，全国每人才能分到五钱，大酒盅就是一盅。干！干完了，你让我们喝什么？所以说，茅台再好，它也有物理性的天花板，剩下的空间就靠次高端了，所以，研报普遍预计到2020年，次高端市场规模比2016年要提高一倍多（例如截图中就是300亿增长到720亿）。

3.价格弹性。话说500以下这个价格带还是蛮舒适的，不多说了，

上个截图吧：

表4-2 近年白酒牛市次高端厂商提价情况

厂商	提价动作
剑南春	16 年 1 日，水晶剑出厂价上调 40 元/瓶，东方红出厂价上调 60 元/瓶； 16 年 10 月，水晶剑出厂价上调 10 元/瓶； 16 年 12 月，水晶剑出厂价上调 20 元/瓶； 17 年 1 月，水晶剑一批价上调 10 元/瓶； 17 年 5 月，52 度水晶剑统一零售价上调 10 元/瓶； 17 年 9 月，52 度水晶剑统一零售价上调 18 元/瓶； 17 年 5 月，52 度水晶剑统一零售价上调 20 元/瓶； 17 年 12 月，52 度水晶剑统一零售价上调 21 元/瓶。
水井坊	16 年 11 月，井台出厂价上调 10 元瓶，臻酿八号出厂价上调 10 元/瓶； 17 年 7 月，典藏、井台、臻酿八号出厂价上调 15、10、10 元/瓶； 17 年 11 月，典藏：团购价和零售价均上调 40 元/瓶，井台：团购价和零售价均上调 30 元/瓶；臻酿八号：团购价和零售价均上调 20 元/瓶。
洋河	16 年 2 月，天之蓝结算价上调 4 元/瓶； 17 年 1 月，梦之蓝 M3 结算价上调 10 元/瓶； 17 年 6 月，天之蓝终端价上涨 20 元/瓶； 17 年 10 月，天之蓝终端价上调 9 元/瓶； 17 年 12 月，梦之蓝 M3 出厂价上调 5 元/瓶，终端价上调 30 元/瓶。
沱牌舍得	17 年 1 月，舍得系列全渠道出厂价上调 20 元/瓶； 17 年 12 月，舍得系列团购价上调 20 元/瓶。
酒鬼酒	16 年 5 月，50 度酒鬼酒、红坛及内参酒出厂价上调 5-10%； 17 年 5 月，42 度酒鬼酒出厂价上调 20 元/瓶，其余环节提价不低于 20 元/瓶； 17 年 7 月，内参酒零售指导价上调 110 元/瓶； 17 年 12 月，红坛酒鬼酒零售价上调 70 元/瓶。

所以这就解释了茅五泸2017年没涨过水汾沱的原因。也就是我师父王吉祥问的问题：赚的什么钱？

赚茅台，第一波肯定是赚企业盈利的钱，然后是估值的钱，然后是盈利、估值双击的钱；赚水汾沱，那就赚估值的钱多一些，顺周期的时候，这种钱来得也蛮快的。

这轮白酒行情能持续吗？

最后说一下2017年以来的这轮白酒行情的持续性问题。强调，我们

只是研报观点的搬运工。

1.殷鉴不远。2009年到2012年的泡沫化教训非常深刻，所以，大多数研报都认为，本轮行情走得相对不算快，各家的产品和价格策略也都相对保守，不像上一轮都想着尽快冲到高端市场去，目前市场格局还是很清晰和稳定的。

2.持续看好。大多数研报都认为，白酒股行情还在深化过程中，表现仍将优于大盘。我看的都是白酒研报，行业研报大多都会美化所处行业，所以关于这一点，还是需要各位仔细甄别。

当然，白酒股分析框架还涉及到其他的重要问题，比如品牌、渠道和销售策略，比如对经营团队的分析，这方面定性分析很多，产品和商业模式都贴近大家的生活，我就不展开了，希望大家可以通过自己的阅读有所收获。

本节思考题

最后照例还是本节思考题：

根据2017年第三季度财报，如图：

表4-3 白酒上市公司2017年第三季度财务数据

公司名称	营业收入（亿元）	营收同比（%）	归母净利（亿元）	净利同比（%）	毛利率（%）	净利率（%）	EPS
贵州茅台	424.50	59.40	199.84	60.31	89.93	74.97	19.29
五粮液	219.78	24.17	69.65	36.53	71.11	74.94	2.28
洋河股份	168.78	15.08	55.82	15.34	62.25	74.78	4.36
顺鑫农业	88.49	0.79	2.72	10.30	35.1	72.08	0.77
泸州老窖	72.80	23.03	19.97	33.11	72.34	75.91	1.65
古井贡酒	53.44	18.60	7.97	36.92	75.37	74.45	2.07
古井贡B	53.44	18.60	7.97	36.92	75.37	74.45	2.07
山西汾酒	48.56	42.80	8.06	78.54	69.39	69.06	1.11
口子窖	27.15	16.29	9.01	26.48	72.03	75.97	1.62
今世缘	23.93	16.14	7.76	20.01	71.15	75.06	0.7
迎驾贡酒	21.84	2.11	4.28	-9.67	60.03	75.22	0.8
老白干酒	17.29	4.44	1.17	40.45	61.54	70.16	0.33
水井坊	14.71	85.18	2.43	63.22	78.88	75.79	0.65
伊力特	12.86	8.33	2.57	10.88	46.67	73.07	0.68
沱牌舍得	12.43	13.11	0.95	74.20	75.34	51.85	0.36
金徽酒	9.42	1.63	1.77	10.17	63.14	76.41	0.65
金种子酒	8.31	-19.98	0.05	-50.35	50.54	41.19	0.02
酒鬼酒	5.51	27.01	1.16	77.67	77.21	76.07	0.49
皇台酒业	0.41	-72.65	-0.67	37.74	35.51	105.07	-0.48
合计	1283.65	26.93	402.48	43.48			

洋河是个做得不错的企业，为什么营收和净利润增速都只在15%+的水准？

---

1. 本节部分内容引自《毒舌研报》2018年1月9日文章《你只知道涨了，别的都不知道》，有修改。

5.房地产行业㊟

对房地产行业研究的入门级讨论，决定选用两条线索：一个是分析师线索，2017年第一季度，我曾重点关注了广发证券分析师乐加栋的研报，不出所料，当年11月他获得了新财富房地产分析师冠军，这是因为他以超越行业潜规则的罕见姿态——看空本人所处行业，并且看对了——赢得了公信力。另一个是边际变化的线索，到2018年初，包括乐加栋在内的行业分析师，总体改变了对行业的看法，这种变化让我们不得不关注房地产行业是否存在确定性的投资机会。

我个人觉得，在深入学习一个行业之前，做到对主流观点和头部分析师的关注和跟踪，是必经之路。通过对9个月前后行业观点和分析师行为的对比，我们多少找到了一条捷径，体察到行业的变化。至于深入了解行业，如果你走了必经之路，你迟早就会达致必到的目的地。

勇敢看空房地产

2017年，房地产股投资没有显著的系统性机会，房地产本身的投资也是如此（尽管仍有很多地方在涨，但考虑到炒房周期比较长，2017年入市的收益不明显）。

在这个过程中，作为房地产行业分析师，生存方法应该是熬，公开地看空本人所处行业，有悖于行业潜规则，大不了就是少些两篇报告呗，但只要发报告，就应该继续“持有”“买入”等推荐性评级。

但是，我们的世界永远是丰富的，恰恰有人不这么干。

他是2016年新财富最佳分析师评选房地产行业亚军分析师（作者注：2017年11月终于夺冠），2015年、2014年季军分析师，2012年亚军团队成员。

从2016年第四季度到2017年第一季度，其他上榜分析师都给房地产行业增持评级，他却坚持给房地产行业中性（持有）评级。

全行业对房地产有过看空意见的分析师，不过9人30篇报告，其中他一个人写了12篇。

他就是乐加栋，广发证券地产首席。

毫不意外：房地产最受关注

根据“看研报”平台的统计，2012—2015年，房地产行业研报数量在所有行业中连续4年蝉联第一，即便是被政策屡屡调控的2016年，房地产行业的关注度也依旧排名第二。



图4-20 研报平台统计的房地产业历年研报数量

这个数据是毫不令人意外的，因**房地产本就是“周期之母”**，一般认为一轮完整的房地产周期在18～20年[注]，在中国，因住房货币化改革和人类历史中规模空前的城镇化，我们正在经历的房地产周期看来漫无止境。

在这样的超级周期中“不看多”，简直是不讲博弈策略，因为看多大概率制胜；对自己看的行业“不看多”，也是不讲博弈策略，因为对卖方分析师而言，对因看多引起的看错来说，惩罚比因看空引起的看错小得多。

齐齐鲁选了2016年新财富最佳分析师评选房地产行业的前五名观察，结果就发现了这样的异类：



图4-21 乐加栋发布的中性研报示例

仅对行业来说，2016年的新财富地产亚军乐加栋，从去年10月开始，就没写过一篇“增持”的研报，广发研报行业评级“持有”的含义是未来12个月行业相对大盘变动幅度为-10%到+10%，是完全的中性概念。

也就是说，前五大地产分析师中，只有乐加栋一位是对房地产行业采取“中性”态度的。

看空地产的分析师只剩9人

即便放眼全行业，对房地产持“不看多”态度的分析师也只剩9位，3月以来，房地产研报共282份（含未评级研报和个股研报），其中“中性/持有”研报仅30份，乐加栋一个人就写了12份，可说是态度最坚决的分析师，没有之一。

排名第二的分析师分别是华创的袁豪和首创的王剑辉，分别有4份“中性/持有”研报，光大陈浩武、中银卢骁峰、中投李少明和爱建刘孙亮分别发出2份，财富龙靓和申万李虹各发出1份。

对这种现象，我只好用乐加栋的一篇研报标题来回答：

“房地产：被低估的短期繁荣，被忽视的长期隐患。”

时间拨回到2016年9月末，彼时坚持看多楼市的分析师只有那么一两个人——“十次危机九次地产”言犹在耳；而今年以来三四线城市地产旺销超出几乎所有分析师的预计，不少人的观点会向短期表现靠拢。

所以说，看对的未必真看对，看错的未必真看错。

我也确实佩服其中一位坚持看多的分析师——兴业证券阎常铭，因为他的观点从去年9月以来乃至限购升级后都从未变化——当时是一个少数派，现在已引领很多人，成为多数派的旗手。

乐加栋的五大结论

聊了半天，聊的都是分析师的人事和派系，抓住人，就抓住了行业大的格局。

还差一点营养和福利，那就给出乐加栋的五大逻辑，看看身为房地产亚军分析师，这位“空军司令”为何坚持行业的中性评级。

1.“在限购限贷政策升级后，全国的房价上涨趋势都将被有效遏制”，“地产政策的变化也是预示周期变化的最有效指标”。

点评：这个结论出乎普遍观感，但有下图（摘自乐加栋研报）为证，每个绿色区间都是限购限贷政策升级区间——其实背后的意思是说：真搞真好，不是不好搞，而是不真搞。



图4-22 房价走势与限购限贷政策的关系

2.“目前重点城市调控全面升级，购房门槛叠加购房成本的提升，将持续对需求形成压制，而三四线成交热度短期或可持续，但中长期看，将同步一二线进入下行区间。”

点评：三四线超预期，但是也涨不久。

3.“房地产行业进入下半场，投资增速2013年开始……显著下降，行业经营性现金流净额发生反转。”

点评：从行业投资增速角度看房地产，还能持否（下图引自乐加栋研报）？

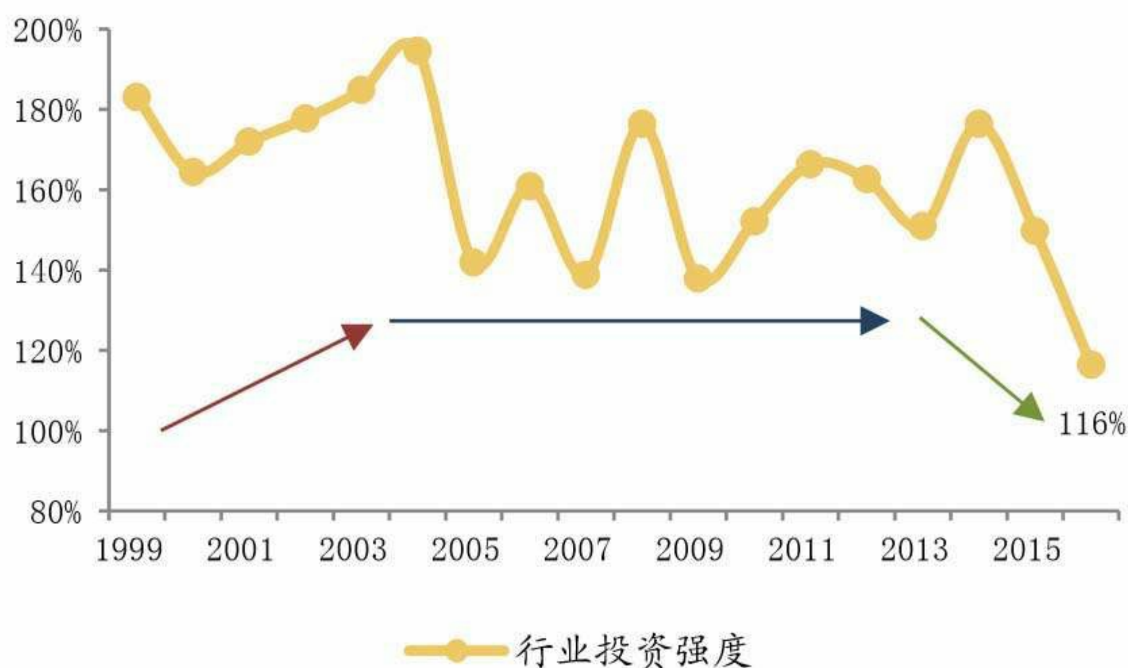


图4-23 房地产行业投资强度

4.“周期位置及行业量价变化……依旧处于下降通道。行业中主流地产公司具备较好的提高集中度的机会……但业绩增速将大幅落后于规模增速。”

点评：集中度提高，但还算不上“新供给主义”，利薄钱少，风紧扯呼。

5.“部分核心城市房价短期面临调整，长期仍有向上空间（2016年10月观点）。”

表4-4 世界重点城市与我国热点城市房价比较

城市	美元/平米	城市	美元/平米	城市	元/平米	美元/平米
香港	25551	摩纳哥	49985	上海内环内	88000	13209
美国纽约	18499	英国伦敦	28713	深圳南山区	86000	12909
日本东京	13825	俄罗斯莫斯科	13322	北京东城区	84000	12608

点评：“重回一线”是一个精心提示，特别是在三四线出现短期量价上涨的情况下。没办法，这是全世界的内环内、南山区和东城区——哪

怕勤奋学习、努力工作——你还是买不起。

2018年初：情况在起变化

到了2018年初，行业的情况就逐渐起变化了，市场试错逐渐试出了底，2018年初，“以大为美”的白马行情一度被玩坏了。

开年三周，房地产的短期走势已经超越了酒饮、家电和银行，特别是考虑到2016年以来房地产板块较长期的压抑过程，那么这个时期的超额表现就更觉不同寻常。下图为2016年第三季度以来板块走势，从上至下依次为酒饮、家电、银行和房地产，显示了较长期的压抑。



图4-24 房地产与酒饮、家电、银行板块的走势比较

特别是，与2017年开年军工的走势不同，房地产持续性和资金流入明显较强。根据2017年白酒股的经验可知，某个级别的板块如果启动行情，往往较难停歇。尽管各行业周期长短有别，有的取决于市场，有的取决于政策，行业格局也殊为不同，但超额收益的开始却往往可以归结到一个原因：预期差，当边际改善被捕捉到以后，行情就向业绩演化，而后如顺利，就再向估值演化，屡试不爽。所以，此时分析的重点就是看看研报中的房地产是否出现了边际改善，分析师认为后续行情的演化

路径如何。

重新聚焦一二线

再说一下研报格局。比较引人关注的一件事就是广发证券乐加栋，本节一开始的内容就讲到了，乐加栋是一个比较长期的房地产空头，他从2016年10月开始，就没写过一篇“增持”房地产行业的研报，但到了2018年1月4日，他突然由空翻多。作为一个头部分析师，2016—2017年，看空行业给他带来了名声，也让他这个“空军司令”的翻多，更具信号意义。

最后讨论一下哪里的房子值得买的问题，兴业证券地产分析师阎常铭（他也是齐齐鲁长期关注的头部分析师）2017年11月19日的研报《房地产行业周报：看好中国核心资产》，结论是：“一二线资产价格繁荣新起点……一二线是基本面和政策面相对底部，未来一二线资产价格长期上行。”

齐齐鲁长期观察过阎常铭，可以说，从货币角度观察房地产市场，是阎老师一以贯之的逻辑，也很有道理，结论明确：三四线加杠杆基本到位了，银行的放贷则相对刚性，那么下一步银行还要回归一二线，从而继续推动一二线资产价格长期上行。

阎常铭的观点，很好地解释了2016年房地产行业的一波行情，房价的确已经成为一种货币现象。不过，情况可能还在起变化，比如从2017年第四季度起，已经有越来越多的银行，对一二线城市房贷给予上浮利率，且贷款难度加大，周期拉长。

当然，这并不是说阎常铭的观点错了，只是说，如果你知道这个逻辑历史上是有效的，那么你只需要观察房贷情况的变动——既然房价是货币现象，那么当货币增速止步时，房价自然就会随之止步。

本节思考题

房地产企业的净利润在年度间呈现脉冲式的表现，这是为什么？如果某家公司的业绩突然变好，你会参考哪些指标之后，再决定是否买入？

---

1. 本节部分内容引自《毒舌研报》栏目2017年3月28日文章《房地产“空军司令”，竟然是行业亚军》，以及2018年1月16日文章《房地产是下一个白酒？》，内容有修改。
2. 房地产周期就是前文所述的库兹涅茨周期。

6.银行业㊟

只有把银行作为最大的政治，政治才有可能成为最大的财富之源。

——格林斯潘，美联储前主席

关于银行股投资，其实有一个真谛：宏观经济是最大变量。宏观经济拐点往往是银行股的拐点，所以，要把握好银行股投资的机会，首先你应该是一个优秀的宏观分析师。

这话不是我说的，我只是研报的搬运工。这句话来自2017年新财富银行业冠军分析师王剑。王剑对于银行股投资的逻辑框架有很精到的总结，我们放在本节末尾。

银行股的三大逻辑

先说些当前银行股分析的框架，2018年年初在和申万宏源李慧勇老师交流中，他讲了这样几句话：1.经济向好，资产质量改善；2.利率上行，利差扩大；3.监管规范，大银行受益。

这几句话虽然很简单，但基本上揭示了银行股的投资逻辑，与王剑的剖析恰好可以相互印证，看完本节您就知道了。

关于银行股上涨的逻辑，我们随便翻翻研报，就能摘出一条大的脉络：

天风证券廖志明的《四大行为何有大行情》是2018年开年受到广泛关注的一份研报，主要因它是一篇观点集大成者，把这篇研报的观点拆解一下，最后可以归结为这几句话：

看好大行的原因，最为重要的一点是……大行盈利改善大，且趋势明确……受金融监管规范的业务，四大行之前做得很少，业务受强监管影响小……而强监管预计对部分中小行业务有较大的影响……增量资金的价值投资风格决定了市场风格……预计外资持续流入，或更青睐大行。

总结下来是这么几个角度：1.基本面（业绩）：四大行业绩改善幅度大，持续性足。2.政策面：四大行受强监管影响小。3.资金面：增量资金（机构资金）可能更喜欢大银行。

所以，我们就从这三个角度分别搬运研报，来讲讲银行股的分析框架。

为什么业绩改善大且可持续？

2018年6月，MSCI纳入A股，外资必然主动或被动增配A股，所以，外国解放军的声音是值得重视的。

华创证券牛播坤老师在2018年年初有一篇翻译作品，你们一定不会关注。原文是国际清算银行（BIS）的一篇工作论文，题目恰好是我们要找的答案，叫作《新兴市场银行赢利能力的决定性因素》。

宏观经济

【宏观专题】全球央行双周志第5期

宏观视角下的银行盈利密码

图4-25 牛播坤研报标题

直接上结论吧：1.长期利率上行对银行盈利有抬升作用，长短利差扩大将使得银行期限转换业务赢利能力更强。2.GDP越好，银行息差（理解为贷款利息高于存款利息的部分）越低——这和我们通常的感觉不一样。3.（主权风险带来的）汇率贬值，会拉低银行收益。

以上三点，对照2018年年初的情况都有很大的现实意义，很感谢牛播坤老师。其中，我们重点说说第1点。当时债市利率处于历史高位，10年期政策性金融债突破了5.10%，这是什么概念，反正你也不用懂。你只要知道，这个时候，资金来源有保障的银行，赢利能力更强就行了。

我师父王吉祥跟我说，银行就是资金制造业，原材料是存款，产品是贷款，利润就是息差。当然，存款的来源，各家不同，有的原材料比较贵，有的比较便宜，那么在息差上行的阶段，我们最好就选原料便宜的银行——理财、同业、委外，没有什么比存款更便宜的了。

那要说搞存款，同志们，谁比四大行更牛啊？

以上是从宏观角度看银行，下面再从微观角度说说：

一是息差。息差呈现见底企稳的态势，下图取自中信证券肖斐斐研报：



图4-26 上市银行息差见底企稳

按季度看，则息差已连续两个季度上行，取自兴业证券王德伦研报：



金融研究院整理

图4-27 银行息差已经两个季度上行

二是利润的回升，这已经是共识。请记住一句话，目前银行分析师一致预期是银行股ROE会达到14%～15%。



资料来源：公司财报，中信证券研究部预测

图4-28 上市银行利润回升

三是资产质量和经营风险。关于不良率、拨备覆盖率等指标，我们就不多说了。我师父说，第一，这不是今年的主要矛盾。第二，这些数据有办法粉饰。

政策面：老实孩子更受益

关于这一点，齐齐鲁是有记忆的，那大概是2008—2009年，当时银行业研报还不是现在的样子，主要推荐的标的是个别股份制商业银行，为什么呢？

因为同业业务做得好。既然规模很重要，那当然是谁能搞来更多的钱，放更多的贷（以及其他赚钱的方向），谁的业绩就会更好啦。

但是现在形势变了。为什么农行能够在沉寂很久以后，突然成为最佳标的之一？

答案很简单，因为农行是“老实孩子”。关于“老实孩子”更受益的问题，多份研报都涉及了，我们只归为一句话：

同业负债少、表外业务少、非标投资低的老实孩子，恭喜你们，天亮了！

表外转表内、非标转标的过程中，也是老实孩子、大孩子收益，这也很好理解。

你或许会问，什么表外、同业、非标，这都什么东西？确实，在读银行研报的时候，你必须碰到这些名词，我们交易部老大陈琦推荐的一个公众号叫“三折人生”，我觉得挺好，你可以去里面看看漫画，一个晚上，包你懂。

顺便说一句，遇到名词动手查查，不要略过它，长此以往，研报通读，不吃亏！

今年的钱都爱银行

最后一个角度，我们把估值和资金放在一起说，也就几句话：

1.银行受冷落很久了，越是往日你对我爱搭不理，越是明天我让你高攀不起！这是中泰证券戴志锋研报中取的图，基金持仓银行股的比例：

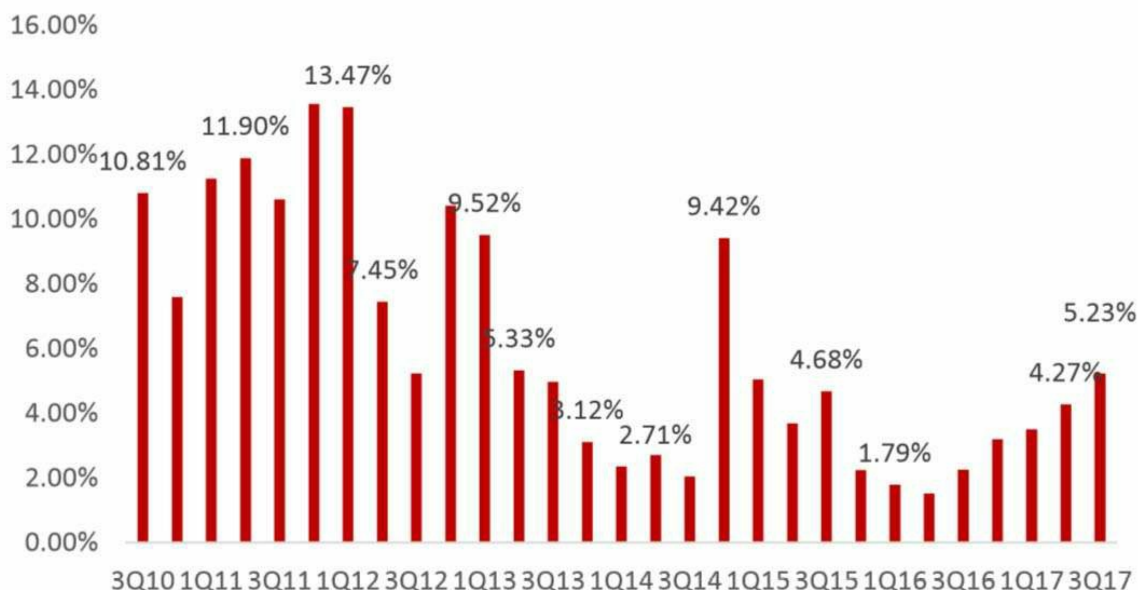


图4-29 基金持仓银行股比例

2.今年入市的增量资金，通常都是机构和老外，这是大资金。话说今年以来，一天就发300亿的基金可不少啊，6月份还有MSCI纳入A股，你让这些大资金买创业板的僵尸股？对不起，进去出不来啊。所以，银行股是很好的选择啊。

3.银行股动态估值不高。主流的观点一句话：15%的ROE，1倍的PB（大行），8倍的PE（银行整体），放眼全市场，还有比银行股更性感的吗？还有谁？

最后一个结论，可能让你失望

可是话说回来，年初银行股曲线的陡峭程度，成为我脑海中比较讨厌的那种了。对于短期风险——还是那句话，我们看研报，一定不要贪。

所以，年初一波凌厉的上攻之后，银行股随即开始下杀。这再次说明，短期风险总是与累积涨幅涨速有关，当然，换个角度看，也不能因为短期风险改变长期逻辑。**这是个人投资者经常会犯的错误：因长期理由操作，因短期行情表现反向操作。我们做投资，必须把握长期和短期之间的动态平衡，力争每一次具体操作之间，都有一条稳定的逻辑链相互联系。**

最后用国信证券“银行大表哥”王剑的一段结论，结束本节。他在微信公众号文章《银行估值原理：入门篇》中有如下表示（齐齐鲁脱了水的）：

1. 银行估值也是未来现金流折现。

2. 未来现金流主要是息差收入，好办。

3. 难办的是风险评估，无法量化，导致银行估值最后成了一场全市场的猜谜游戏。

4. 宏观经济是最重要变量。所以周期拐点会有巨大投资机会。

5. 要很好地投资银行股，你首先得是一名优秀的宏观分析师。

看到这里，是不是有点泄气？别难过了，在很多次行情中，其实你都不必做先知先觉者，只需要感受水温。通过读研报，你完全可以把握到温度的变化。

本节思考题

回看2018年年初的银行股行情，25只银行股中，您认为投资逻辑最不像银行股的是哪一只？为什么？这道题的意思是，虽然同属一个子行

业，但个股之间涨跌的主要理由是千差万别的，我们做行业分析的过程中，必须排除干扰性的因素。

---

1. 本节部分内容引自《毒舌研报》2018年2月23日文章《为什么银行突然变得很行了？》，有改动。

7.汽车业(注)

本章到这里我们谈了7个行业的研报，但关于行业研报的研究，内容肯定是极其庞杂的，只有不见不散，不能没完没了。如果您认真体会这7个行业，一定会生发出一些相对高度抽象的路数，可以用于其他行业；如果您认真体会这7个行业，也一定会生发出很多敬畏，用以尊重陌生行业。

顺便说一下行业分类，目前市场使用较为广泛的行业分类包括证监会行业分类和申万行业分类，以后者为准，是按照三级分类。还拿学校做比，就好像一个小学是一个大队，每个班级是一个中队，班级里的每一组是一个小队。

简单说，申万行业分类主要是按收入与利润来源进行归类。截至2014版，申万行业分类共有28个一级行业、104个二级行业和227个三级行业。我们前面说到的“白酒”，实际上是一个三级行业；它归为“饮料制造”的二级行业中，与其并列的是“食品加工”；而“饮料制造”和“食品加工”又共同归属于“食品饮料”这个一级行业中。

所以，我们在笼统说行业研报的时候，必须关注行业分类的问题，这样可以理清思路，并准确对应到相应的行业板块上面。

这段话之所以放在汽车行业研报这一节中说，并非没有意义，因为我在开始汽车行业研报的研究时，面临的第一个问题就是不知道这个行业由什么构成——其他很多大行业也是如此，所以，行业研究首先要明晰行业结构，这也是我读汽车研报的时候，最先做的事情。

汽车究竟是不是个好行业？

利用2018年的春节假期，我翻汽车研报翻到了2012年左右。先给大家提个人：时任银河证券分析师杨华超，2012年7月30日，他在《乘用车行业新框架：强化结构，弱化整体》这份研报中，推荐了3只股票：上汽集团、华域汽车和京威股份。其中，前两只都实现了5年5倍的涨幅。

直到今天，上汽集团和华域汽车仍然是汽车行业研报中最被广泛推荐的两只股票。



图4-30 上汽集团股价走势

上图是上汽集团的前复权K线图，近13年来从5.01元一路上涨到35.88元。嘿嘿，仔细看看，那个5.01元前面是有负号的，这其实是只最大涨幅超过20倍的大牛股。

除了亮丽的个股之外，从投资角度说，汽车行业倒不算是一个特别鲜亮的好行业，多年来相对大盘的超额收益不是太多，除了上汽、华域外，有些涨得好的个股也不在A股，比如吉利汽车。

是的，这个行业的格局还不像家电那么清爽，进口替代还在路上，还没有涌现出傲视全球的（整车）行业巨头。但是，我们毕竟期望实现

从“高速增长”到“高质量发展”的转型，齐齐鲁个人认为，立足当下，面向未来，在“动能转换”的角度上，汽车行业极具观察价值。

汽车行业的分析结构

投资者切入陌生行业时，首先是通过研报来了解行业的总量和结构。很多时候，结构比总量更重要，就汽车行业而言：

1.看行业构成，简单说就是个“2+1”的结构，前面的2包括整车和汽车零部件，如果还有一个1的话，那就是新能源汽车+电子。

2.从整车的角度看，分为乘用车和商用车，前者理解为轿车+SUV就行，后者包括卡（货）车和客车。此处可以注意一下，**正是这种区分，让汽车股投资拥有了不同的视角**：商用车可以理解为周期股，特别是卡（货）车，与工业增加值增速和固定资产投资增速密切相关，与GDP增速亦正相关，所以可简化为周期股投资（我是这么理解的，可能不准确）。乘用车可以理解为消费股，就像我们使用的家电、手机一样。这样简化一下，感觉对行业的把握就深入一点了。

乘用车大的格局就包括以下几条：豪车比普通车增长快，SUV比轿车增长快（很多自主品牌依靠SUV实现了跨越发展，包括一汽大众近年的掉队也有SUV产品线不足的原因），自主品牌的进口替代正在稳步推进。

乘用车整车企业的分析框架是这个：跟踪销量的结构性变化—关注企业的竞争优势和赢利能力—自下而上优选个股。

如果您嫌不直观，我们可以换个例子：诺基亚手机卖不动而苹果手机卖得好—苹果有什么优势，利润大不大—买苹果公司而不是诺基亚的股票（再次说明乘用车分析逻辑类似消费品这个判断）。

3.从零部件的角度看，一辆车分为七大系统（发动机、变速箱、转向悬架、传动、制动、车身电器和附件），这你都不用管，申万宏源有个区分不错，共四类：

表4-5 对汽车行业子板块的四类划分

	类型	典型代表	自主替代率
第一类	原材料产成品	玻璃、内饰等	自主市占率最高，基本在40%以上
第二类	机电类产品，技术门槛不高的系统集成件	车灯、轮胎、新能源空调等	10%-40%间
第三类	技术门槛较高的系统集成件	变速箱、座椅系统、转向系统等	1%-10%间
第四类	国内尚未实现技术突破的系统集成件	ADAS系统、智能刹车系统ibooster	1%以下

当然，你要了解这四类产品对应的上市公司及其行业地位、配套的整车厂商，也不难，研报里面都有。

零部件行业的分析公式是这个：零部件公司市值=3000万[注]×单车价值量×净利润率×市场占有率×PE。这个式子中有4个不确定的变量，行业研究就是揭示这些变量的。

还有一个经验数据是：零部件公司估值约2倍于整车公司。

4.从新能源汽车的角度，此处还可以加上汽车电子这一环，因有一些配件只用于电动车而不用于燃油车。新能源汽车是一个弯道超车的选项，上游涉及锂、钴等原材料，中游涉及电池和电机电控，下游涉及继电器、热管理、薄膜电容等等一大堆，体系庞杂，我们就不在此处展开了，但要把汽车研报看通透，这些东西你必须读，当然，难度不大。

通过上面的分析，我们大致就摸清了所谓的“汽车行业”的结构，难

吗？我觉得不算难。不难吗？也蛮麻烦的，从此处就能看出，要做好投资，得花多少精力进去。

上一轮超额收益在哪里？

中国汽车股投资最成功的案例，据我师父说，是来自邓晓峰。

汽车股投资，上一轮的超额收益，主要来自一个巨大的预期差，或者干脆说是误区吧。我引一下邓晓峰的说明和我师父的点评：

误区：汽车业重资产，回报率不高。

邓晓峰：美国汽车作为新兴行业发展起来时，大公司的主要零部件需要自供……这个阶段其资产特别重。但是在中国，整车厂和零部件公司高度社会化分工，整车厂资产轻，零部件资产重，数据显示，整车厂的固定资产周转率能够做到5～8次甚至更高……以周转率来观察，整车行业实质是轻资产。

另一场合，邓晓峰曾说过，因周转率高，一些整车厂的固定资产投资可在1.5～2年内全部收回，因此这完全不是一个重资产行业。

王吉祥点评：这一点和中国家电业的情况是很像的。我们一份固定资产投资砸下去，开工情况比国外企业好很多，是靠高的劳动生产率赚钱，并且匹配了中国巨大的市场需求。这一点再次体现了我国人民的勤劳与智慧。

邓晓峰：市场的共识与实际的情况存在明显的偏差时，这种认知的偏差会创造巨大的投资机会……市场给的预期和估值是低的，但事实上行业的增长好于预期，部分优秀公司做得更好，经常出现爆炸式增长，机会就更突出了。

王吉祥点评：此前汽车股的估值因为市场的偏见被长期压抑，而聪明的投资者发现，即便不赚估值的钱，只赚企业盈利的钱，收益也非常好了。如果这个认识被市场逐渐发现并形成共识，那么估值那部分钱，也慢慢会掉到口袋里。

关于上面这一点，推荐大家在网络上查看一篇文章(注)。

下一轮的超额收益可能在哪里？

我们只是研报的搬运工，通过对汽车研报的大范围阅读，大概总结出这么几点：

1.延续白马龙头的逻辑，虽然整个行业增速趋缓，但已经证明是行业龙头的，有望进一步成长为全球巨头的整车企业（事实上目前国内冠军已经是全球第六，这也与中国的巨大市场有关）。

2.零部件领域企业，由进口替代的从0到1，到进一步成长为全球巨头的从1到N。

3.新能源汽车+电子领域，是未来可能保持较高增速的细分领域。

4. 经济的真正动力阶层在于企业家，他们把新的思想、新的技术，通过新的组织形式和新的制度投入市场，并且不断地开拓市场，这样使得经济得以发展。近年表现欠佳，但管理团队更换，新产品导入明确的拐点型企业。

5.汽车后服务市场（比如二手车）即存量格局下的相关公司。

附：汽车行业必读研报目录

1.《乘用车行业新框架：强化结构，弱化整体》，银河证券杨

华超

2.《产业变迁时代，中国龙头崛起》，海通证券邓学

3.《越过山丘——基于估值与回报视角看汽车股的基因、窘境与解答》，联讯证券王凤华

4.《汽车行业细分龙头估值中外比较》，华泰证券谢志才

5.《一汽大拐点，两年新周期：一汽产业链深度报告》，兴业证券王冠桥

6.《新能源汽车电子崛起》，广发证券陈子坤

7.《过去未去，未来已来——大国崛起中的汽车行业投资》，华金证券林帆

8.《未来5～10年是自主零部件崛起的黄金时期》，申万宏源蔡麟麟

9.《吉利参股戴姆勒背后的产业逻辑思考》，安信证券衡昆

当然，汽车行业分析远不只此，除了新能源+汽车电子我们干脆没有说到之外，即便在乘用车整车这个环节，我们也没有仔细分析到产品的层面——其实遗憾远远大于这些。本节结束时，我会统一进行说明。

---

1. 此处部分内容来自《毒舌研报》2017年11月28日专栏文章《郭磊：夺冠之后》，有改写。

2. “3000万”是预期2018年及之后几年中国市场整体的汽车销量。

3. 这篇文章题目为：《一只股赚几十亿 邓晓峰怎么挖掘大机会？》。

8.航空运输业㊟

航空运输是交通运输行业中的二级行业，简单说就是大家平时乘坐的各家航空公司构成的行业，或者说，就是航司股。

读懂航空运输业的研报，对我们来说大概有两方面的效用：一是从消费层面来说，作为出行者，我们每个人都有必要对未来的机票价格有个总体判断；二是从投资层面来说，我们可以思考一下这里面是否存在机会。

由于航空业的预期差近年来很大程度上被充分挖掘了，所以本文几乎全部从国泰君安郑武团队研报展开，主要因我师父田瑀（王吉祥还是我师父，我师父很多，嘿嘿）跟我反复提到他：郑武团队对航空运输股的推荐比较早——当然，对投资来说，早不一定好；但是从“主意”的角度说，早当然比较好。除非特别注明，本文所引研报都来自郑武团队。

再次强调，我们没有投资建议，我们只是研报的搬运工。

关于航司股的流行误解

关于航司股有两样流行的误解。

当我们没看过航司股的时候，我们总以为航空公司很赚钱。汤姆·汉克斯和莱昂纳多·迪卡普里奥的《猫鼠游戏》你一定看过，帅帅的小骗子靠一套机长制服和几张航司商标贴纸就畅行无阻，空姐也长期是你们油腻中年男的想象标的，坐一回A380就能绚烂半宿的朋友圈，航司

要是不赚钱，怎么养得起这些老司机、小嫩肉和大飞机呢？

当我们看过航司股以后，我们总以为航空公司很不赚钱。“如果你想成为百万富翁，你可以先成为千万富翁，然后再买入航空股。”这是巴菲特的名言。确实，美国航空业在1980—2008年的近30年中累计亏损433亿美元。我们在观察行业时经常发现这种情况：行业是朝气蓬勃的，产值是持续增长的，但企业是苟延残喘的——市场经济推崇自由竞争，投资很讨厌（正在进行时的）自由竞争。

中国航司股的长期表现也乏善可陈。下图是航空运输行业指数相对沪深300的走势，黑线是沪深300指数，可见自从2005年有沪深300指数以来，航空运输指数就没跑赢过。

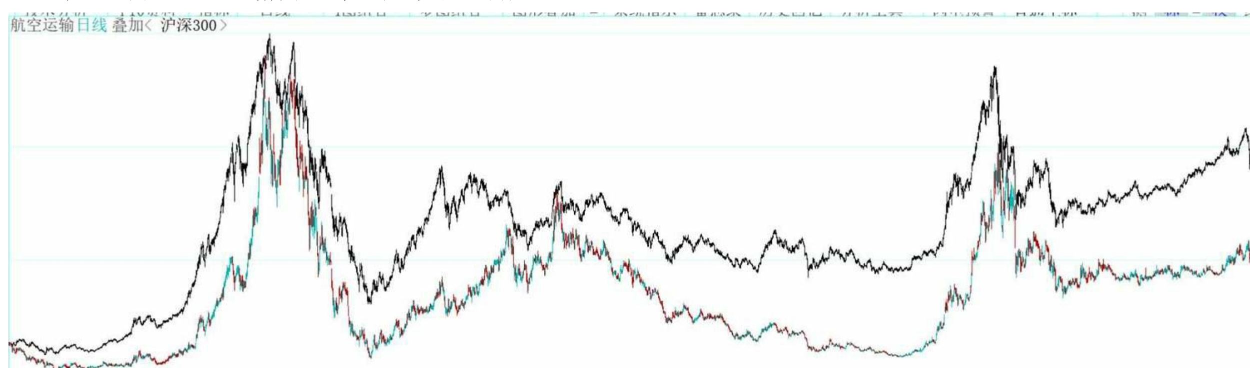


图4-31 航空运输行业指数相对沪深300长期跑输

这是巨大的无奈，但机会往往掩藏在巨大的预期差之中——当然这还有待人们认知的充分改变，我们需要分析师提供一个美丽的故事。

巴菲特已经变脸

这个故事先从美国讲起，仍然让巴菲特担任主角。金融危机后，2009—2015年这7年中，美国航空业实现了456亿美元的盈利（之前30年累计亏损433亿美元）。

而巴菲特的伯克希尔·哈撒韦也在2016年下半年成了达美航空、联合大陆控股、美国航空集团以及西南航空的前两大投资者之一，他去年年初受访时表示，买入航空股“很大程度上”是他自己的决策。

我们都清楚老爷子的为人——如果真理要打基督徒的右脸，耶稣会让他们把左脸也凑过去；但如果真理要打巴菲特的右脸，巴菲特只会让右脸挨打——他只认理，不想多，也不想少。

那么美国航空业发生了什么呢？我们精简国君郑武的研报（其实研报本身就非常干货，齐齐鲁很喜欢郑武的文字，强烈推荐全文阅读），有以下几点：

1.大国专利。真的要为老祖宗挣下一个幅员辽阔、中心城市众多的国土鞠躬致敬。为什么呢？因为航线无非国际、国内两种，国际航线普遍采用对等开放原则，国内航线才是国内航司运营。郑武文中一例：纽约—伦敦航线是一条黄金航线，但开放程度极高，以至于新加坡航司也可以开通这条航线。这还有的玩吗？但大国就明显不同了，国内航线繁多，国内航司专营，竞争格局明显不同于国际航线。这就有的玩了。

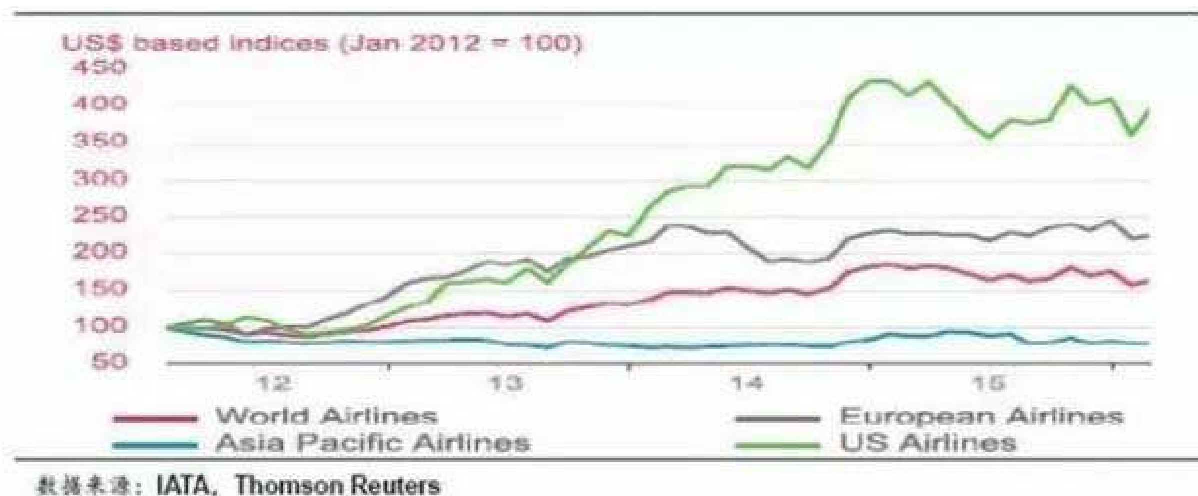


图4-32 全球航空股股价表现

上图引自郑武的个人公众号，可见绿色的美国航司股一枝独秀。欧洲？你或许也申请过申根签证，那种坐着火车一日十国的行政地理格

局，决定了欧洲航线或许会长期在充分竞争中苦苦挣扎。再看看中国：

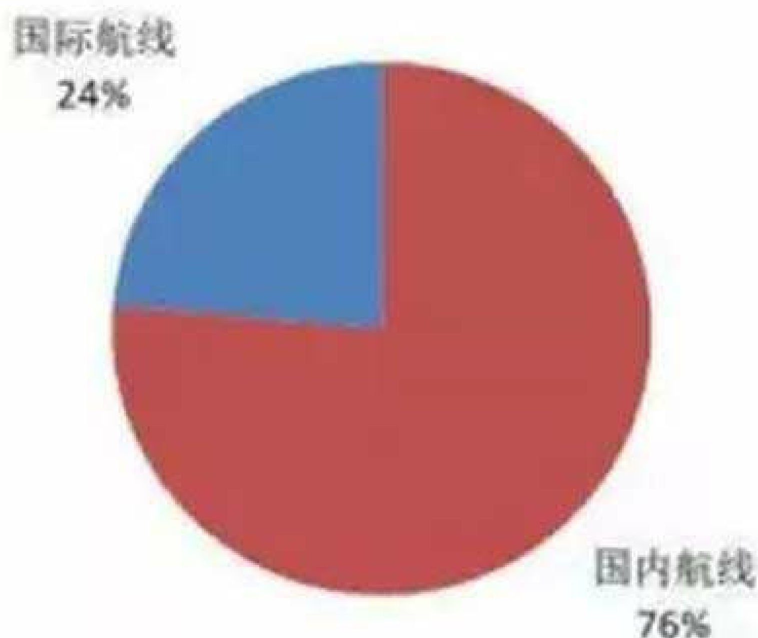


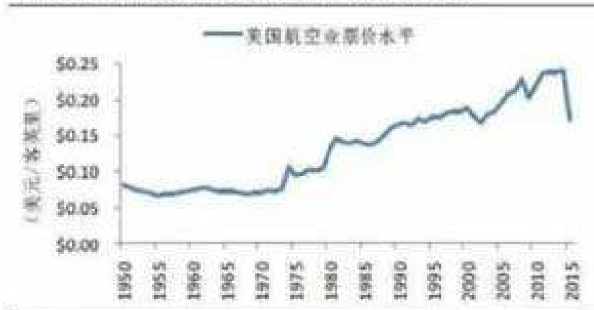
图4-33 中国民航旅客周转结构

2.寡头均衡。为什么1980年到2008年美国航空业能亏掉433亿美元？这也太能亏了吧？因为1979年美国放松了航空管制，虽然客座率不断上升，但这段时间无疑是美国航空业的黑铁时代——干脆说是三氧化二铁阶段吧。美国航空业真是浴火重生，先是20世纪90年代的破产潮，然后是2008年全球金融危机之后的兼并重组潮，集中度才重新提升。到多少呢？CR4（前四名）达到了85%。这是什么概念？大概相当于中国现在的水准。下面几张图非常经典：



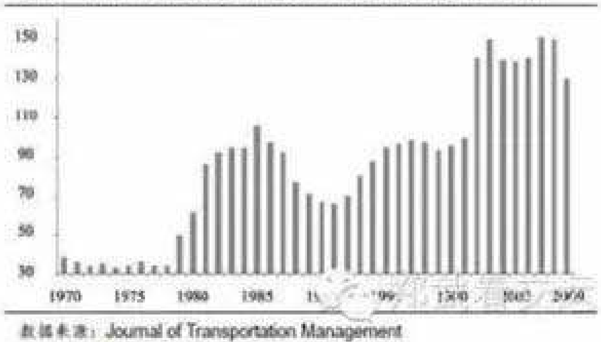
数据来源：ATA、国泰君安证券研究

图 7：1979 年美国航空管制放松，取消票价管制



数据来源：ATA、国泰君安证券研究

图 8：1979 年美国航空管制放松，航空公司数量快速增加



数据来源：Journal of Transportation Management

图4-34 美国航空运输业放松管制后竞争加剧

换句话说，老美费了35年力气，终于迎来了一个较好的航空业格局，而这个格局堪堪和厉害了你的国家可比，你觉得你是不是挺有福分的？

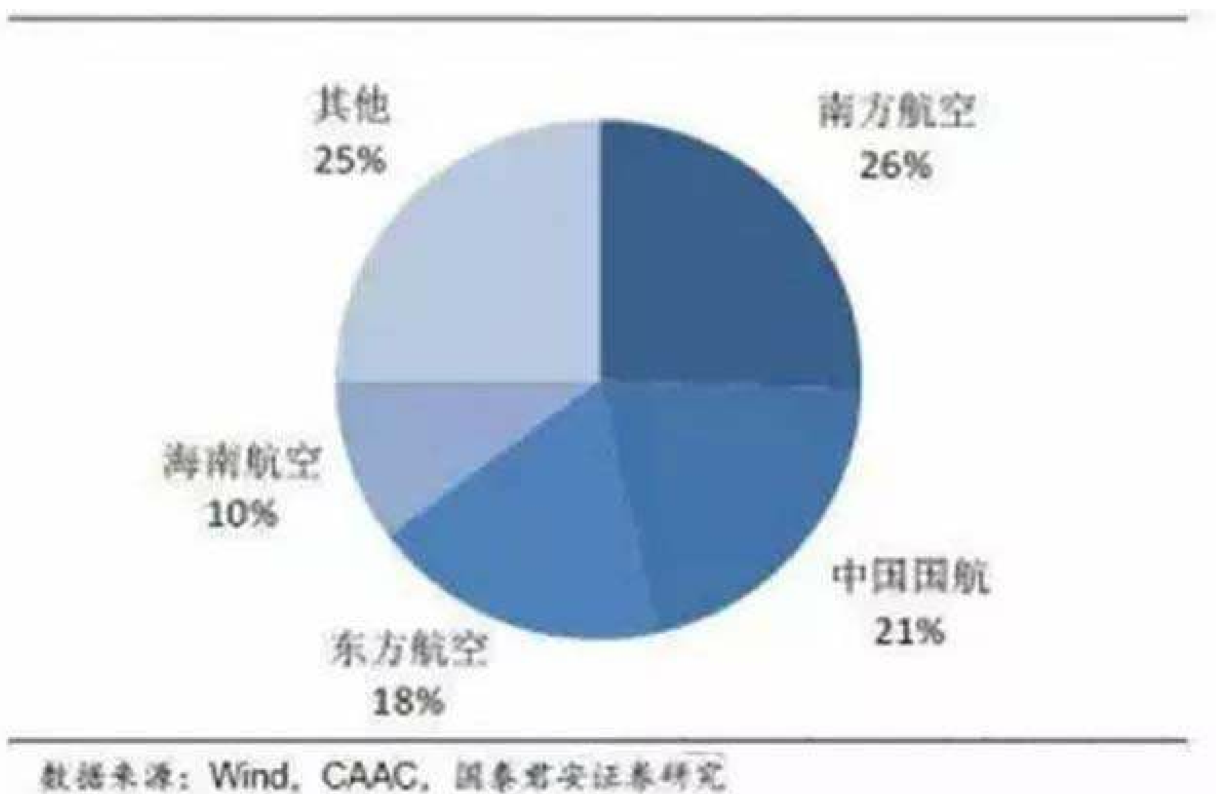


图4-35 国内航空运输业的寡头均衡

当然，这里并非没有变数。但你可以衡量一下，短期内我国是否会有较大力度放松行业管制。我想这个问题并不难回答。

3.货币宽松。郑武在2015年提出的这个因素我们不打算详细说，因为情况在今年有变化（美国进入了加息周期）。我们只说说逻辑：低利率极大减轻了航空公司的财务负担（包括中国公司也是如此，因航司多为美元负债，买飞机，你懂的）。我们不详细说这个问题，是因为齐齐鲁的确搞不清楚接下来一段时间中美利率、汇率的相对演化方向。或者你干脆简单地把货币宽松作为美国航司股行情的解释原因之一，同时作为中国航司股预期走势的利空因素吧。

有利空不要紧，关键看中国的情形里面，利多因素更有力还是利空因素更有力。所以下面，我们转向对中国航空业的讨论。

中国最擅长的“世界奇迹”

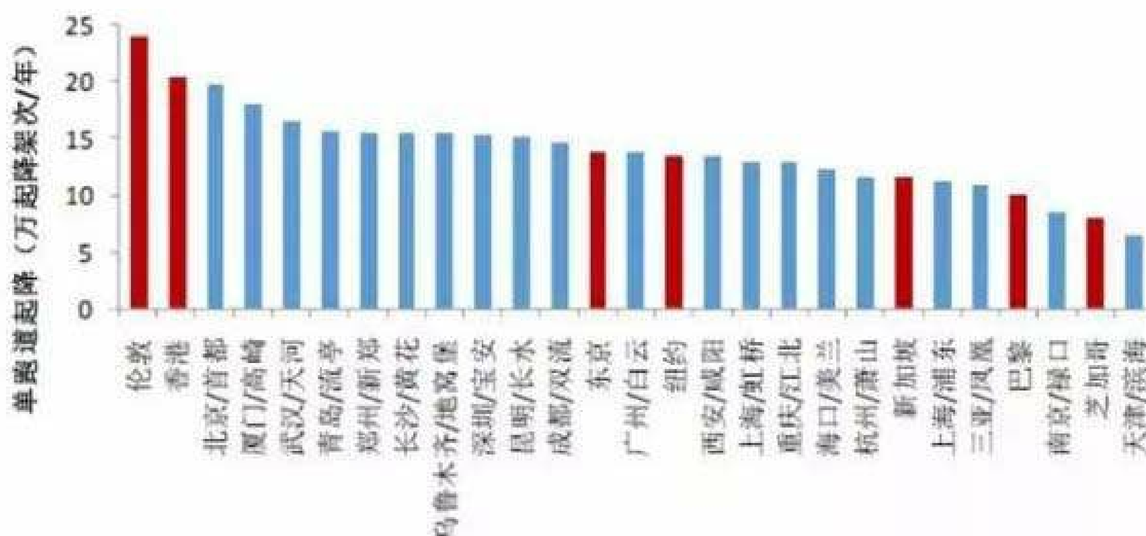
上一节我们大体是从行业格局的角度来搬运研报（无论大国专利还是寡头均衡），本节我们用供需的角度来搬运研报，观察中国航空业。如果你对因消费升级主导的航空需求没什么异议的话（下节我们会说一说），我们仅讨论供给侧的问题。

中国航空业其实一直在执行着世界级的奇迹，这种奇迹我们已经习以为常，因为在很多领域中国都在执行着这种奇迹，我简单粗暴地归结到“周转率”这个角度上。

先搬运几个研报中提供的事实，这些事实与你的感受应该大体相符：

1.中国机场最繁忙。2.中国航路较稀缺。3.中国航空最安全。

你能想象到，乌鲁木齐地窝堡机场比东京和纽约机场更繁忙吗？你能想到西安咸阳机场比新加坡、巴黎、芝加哥更繁忙吗？看图：



数据来源：CAAC，各机场官网，国泰君安证券研究

图4-36 全球大型城市机场与中国机场繁忙度比较

你能想象到，中国用美国1/2的航路，运送了美国2.4倍数量的乘客吗？恍如中国用不到世界10%的耕地养活了占世界20%的人口一样，看图：

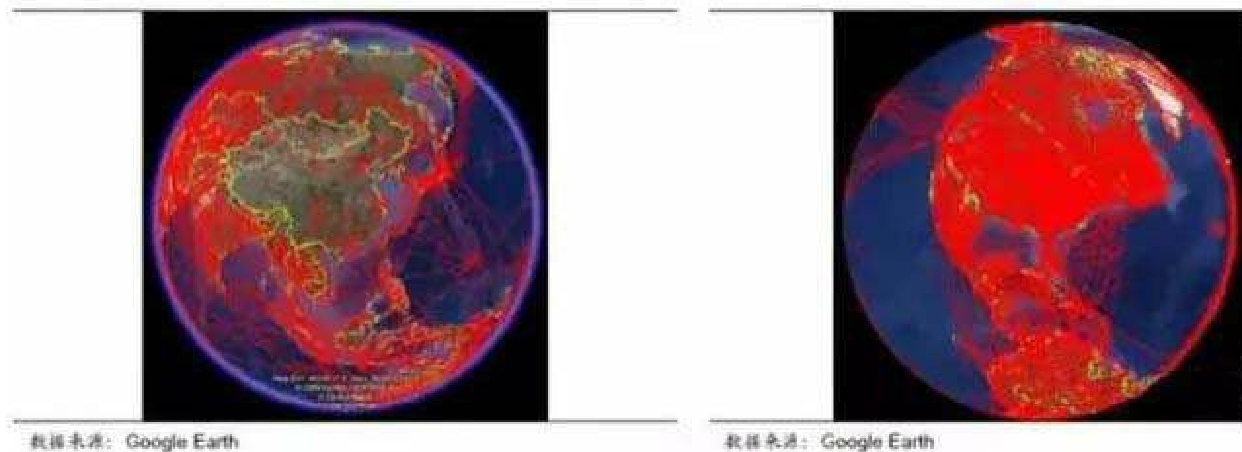


图4-37 中美民航航路反映出的空域管制情况

郑武团队研报称，中美国土面积差距不大，但美国90%的空域资源向民航开放，而中国则只有20%。

你能想象到，在有限的开放空域中，中国为保证航空安全，使用了多大的冗余吗？这就像在高速路上，要求前后车距放宽到100米以上的道理。而这确实也造就了最安全的中国民航。

	国际民航标准	中国民航局标准	中国实际操作
进近空	4.6公里	6公里	10公里
中高空	10公里	10公里	30公里

数据来源：CAAC，ICAO，国泰君安证券研究

图 14：全球各地区百万架次航空事故率（2009-2013）



数据来源：IATA，国泰君安证券研究

图4-38 中国民航安全冗余大，事故率低

与此同时，为了提高航班准点率，管理机构在资源硬约束下，采取的措施之一是控制航班、航线（尤其是已经很繁忙的航线）增速。2017年9月，民航总局出台了一个政策，题目是《关于把控运行总量调整航班结构提升航班正点率的若干政策措施》，这个标题如此之明白，以至于不需要齐齐鲁再多解释了吧。

我们几乎可以坦率地说，上述这些成就或奇迹，都是“管”出来的。其实主导航空运输业供给的因素，通过我们的常识就能分析，主要包括飞机、机场、航线和航班，即时空与载具的供应。而在中国，载具供应是最不成问题的问题，时空（特别是空中的时间和空间）供应才是问题

所在。

现在，我们可以思考一下，这种时空供应的约束，在短期内有无根本变化的可能？

我们可以再思考一下，这种供应约束，可否像一般制造业一样，通过“提高产能”——买更多飞机、成立更多航空公司——而得到解决？

你的答案一定和我一样，对吧。

核心问题：票价会涨吗？

接下来，让我们稍稍提几个需求方面的数据，然后进入由供需影响的价格讨论——都属常识层面，一点都不难。

第一点是，2016年中国航空业客座率超过82.6%，已逼近2014—2015年“超级周期”中的美国同业客座率水平。说明需求已经比较旺盛。

第二点是，2016年1.5亿中国居民坐了飞机（中国民航业实际售票4.9亿张），意味着89%的中国居民2016年没坐飞机。

第三点是，2016年首次坐飞机出行的中国旅客1640万人，相当于总人口的1.2%，如每人飞个往返，就将创造出6%的新需求。

你觉得上述三点放在一起，是否说明了什么？对，说明航空出行渗透率还是极低，然后随便多一些“飞人”，就是还不错的新增需求，然后即便这个新增需求翻倍达到11%～12%增速，连续新增10年，中国的航空出行渗透率还只是30%。

好，下面看供需结构，需求保持增长的概率您觉得大不大？供给增长的概率您觉得大不大？或者这两个概率是哪个大哪个小？

如果供不应求的话，最可能的结果是什么呢？

涨价呗。这是基本的供求原理决定的。

有一个好消息，有一个坏消息，我先说坏消息吧。越好的航线，其实机票价格也受到越严格的管制。常飞京沪线的朋友都了解，哪怕再贵，这段航线经济舱票价也是1240元打住。

是的，管制也会出现在价格端。下表是航距相近的京沪和京杭航线对比：

表4-6 京沪、京杭航线比较

	北京-杭州	北京-上海
定价模式	市场调节价	政府指导价
全票价（元）	2200	1240
2015年客运量（万人）	225	745
2015年客座率	81.4%	87.3%
票价折扣水平预估	6折	8折
人均票价（元）	1320	992

数据来源：CAAC，国泰君安证券研究

然而，好消息也接踵而至，管理部门对航空票价市场化改革的步伐也一直没停。具体内容比较多，大家可以查阅研报的原文，我不多废话，选几个点大家看看格局：

1.过去几年已逐批放开了700多条航线的价格管制，现在还有1600多条航线执行指导价。

2.先放短途航线，再放长途航线，目前800公里以下（可选高铁的距离）航线都已放开。

3.先放票价下限管制，再放上限管制。而过去几年放开的700多条航线，本质上是放开上限。

请回头看看京沪和京杭航线的对比，如果京沪线放开的话，会是什么结果，您可以大胆畅想一下（当然，目前这是不可能的）。

稍微总结一下，打个不太恰当的比方：在票价这个部分，如果我们对需求有信心和期待，那么对供给的管制之下，实际上票价中包含着一块“税”，这块“税”是由飞机乘客共同负担的，那么，持有航司股，就好比和航司一道“收税”了（当然并非精确体现在股价表现上）。

好，作为我们学行业研报的内容，以上就是我们搬运的航空运输业研报，你看，一个专业名词都没用到，我们已经抓住了这个行业目前“流行的”主要逻辑。

为什么要强调“流行”呢？因为各行业的主要投资逻辑，的确是存在风向的。阅读研报可以帮助我们快速接触和掌握这些逻辑。另外，分析师为我们提供了经过整理提升的基础数据，这也省去了我们很大的麻烦。他们还扮演着千里眼、顺风耳的角色，提供行业最新变化的讯息，多好啊。我们主张个人投资者从阅读研报入手，为入市投资做好准备，而不是盲目听人荐股。

最后再强调一下风险，输赢同源。由于我们搬运的观点主要从行业管制的角度展开，那么最大的投资风险当然也存在于管制政策、力度的不确定性上面。

思考题1：航路航时不够的情况下，航空公司靠多买大飞机可以解决问题吗？

思考题2：航司股通常被认为是周期股，周期股会存在盈利的高弹性吗？

附：必读研报目录

《航空超级周期——供给瓶颈深度研究》，岳鑫、郑武，国泰

君安，2016.06.17

《航空业的“供给侧改革”之一：三大航的新起点》，杨志清，广发证券，2016.02.15

《谁才是真的幕后推手？》，杜中明、陈政，中信建投，2015.04.13

《国君航空“超级周期”》，郑武、岳鑫，国泰君安，2016.07.28

《航空超级周期的第二阶段：提价》，岳鑫、郑武，国泰君安，2017.10.30

《阈值理论：三重拐点共振，利润逐季上行》，岳鑫、郑武，国泰君安，2017.08.30

《中国航空票价市场化路径回溯与展望（2004—2020年）》，岳鑫、郑武，国泰君安，2017.11.21

《民航18年夏秋航季排班解读》，龚里、张晓云，兴业证券，2018.03.22

---

1. 本节部分内容引自《毒舌研报》栏目2018年3月27日文章《机票要涨价，问你怕不怕》，有改动。

9.乳业㊟

今年是三聚氰胺“毒奶粉”事件爆发10周年，我想我们每个人都不应该忘却这次事件。如今齐齐鲁已为人父，更能体味10年前当事父母的愤怒与无助。人到中年，时常会感受到作为一个具体的人的局限性，感受到内心的无常；种种的缺点和错误，有时真是难以改正和避免，懦弱如我，就选择放自己一马；但像这类错误，如果已经发生了，我们就必须避免它第二次发生，否则我们难称为人。

我的纪念方式，就是写一下乳业股吧。我们选了招商证券董广阳团队的《中国乳业的下一个十年：从研究框架到投资实务》，以这篇为提纲，再加入董老师的其他几篇研报。真感兴趣的朋友，一定要自己逐字读一下《十年：从研究框架到投资实务》。

吃的喝的，怎么成为火的？

食品饮料生意单有一个路数，这是一个产品属性决定的行业。

大家都知道，星巴克品牌好，大众认知中的形象比较时尚、偏高端，所以坪效（单位面积创造的营业收入）是极高的，但是你很可能想不到，周黑鸭的坪效几乎与星巴克一样。

如果你统计一下你家周边的小龙虾店，你会发现，这些店的坪效几倍于星巴克。

这是为什么呢？

董广阳团队将周黑鸭这类产品的特征总结为辣、肉、甜、嚼四个字。这个过程中，往往伴随着内啡肽的分泌，定位为“上瘾品”。

而白酒，则是酒桌文化和面子文化驱动的一种特殊商品，中国人的购买经常超过现实的消费能力。定位为“社交品”。

绿箭是全国最牛的快消品铺货商，是绿箭口香糖——可有可无的产品，硬是做到让大家没事来一个尝尝，或者超市结账时随手拿一瓶。定位为“鸡肋品”。

调味品，则定位为“必需品”。

董广阳的框架中，以高黏性、高复购率和价格不敏感三个标准来衡量，社交品＞上瘾品＞必需品＞鸡肋品。

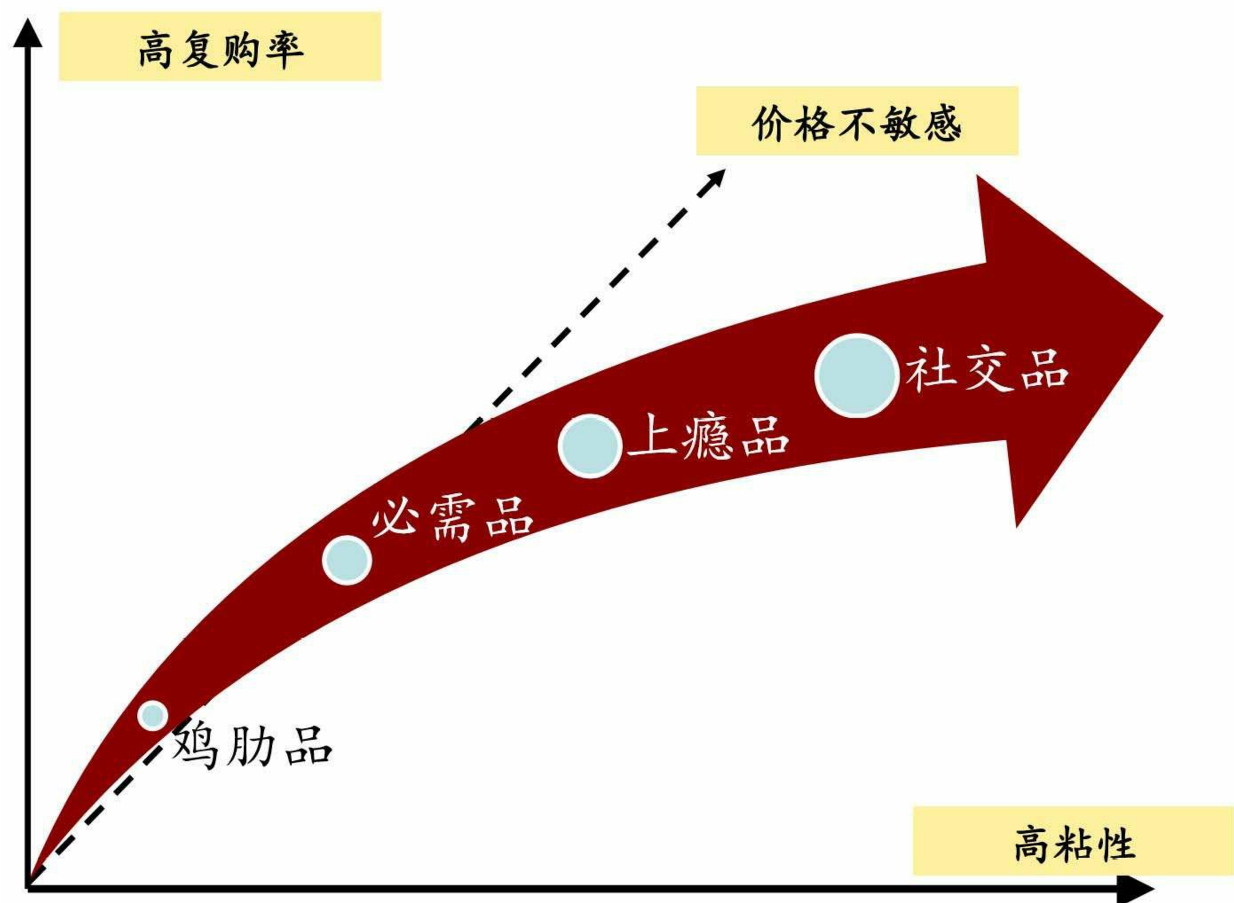


图4-39 董广阳研报揭示的食品饮料需求分级

所以，今后我们看吃的喝的，就可以套在这个四级框架中，当然，并非鸡肋品一定做不好，绿箭就是例外，只是说级别越高相对而言可靠性越高。

他并没有指出牛奶的产品属性，我个人判断，应该位于“必需品”（或略低于）这一级。套用对调味品的分析，此级产品通常要求产品品质和稳定性，价格敏感度较低，对于家庭消费而言，高毛利、高费率。

三条线索抓住20年奥义

乳业前面20年发展可以用三条线索来说：1.产品。2.渠道。3.品牌。这三条渠道梳理清楚，你就可以一步到位，出门跟人侃行业了。

1.产品。核心点在“低温VS常温”。在伊利和蒙牛崛起之前，光明是当时全国最大的乳品公司。此时的乳企和水泥倒是酷似，有运输半径的约束。所以，当时的乳企走向全国非常困难。直到利乐神器的出现，常温奶终于摆脱了冷链和保质期约束，飞向大江南北、长城内外。董广阳的总结是“销售半径决定体量空间”，诚哉斯言。光明在2000年放弃进入常温领域，这导致拱手送出了业界老大的宝座。下图可见低温奶战略的失误：



图4-40 低温巴氏奶在白奶中的规模占比

当然，光明也意识到了问题所在，所以在近年这次“白奶—酸奶”的消费升级中，光明率先推出了莫斯利安——这是一款常温型酸奶，而伊

利和蒙牛则是后发。

所以，从产品的角度来说，固然“白奶—酸奶”的产品升级也值得一说，但“低温VS常温”的产品结构才是最重要的因素，因为“销售半径决定体量空间”，这个经验也可以用于其他食品饮料。

表4-7 以销售半径区分的各品类食品饮料

分类标准	销售半径小		销售半径大
特点	冷链产品、保质保鲜期短或其它原因造成长途运输不经济		常温产品，保质期长或无保质期限制
乳业	未杀菌：生奶（一般不作为商品）	巴氏杀菌：**巴氏奶**（保鲜奶）、酸奶、乳酸菌饮料，冷饮	高温灭菌：**UHT奶**、乳酸饮料（优酸乳、酸酸乳），奶粉、奶片
啤酒	未杀菌：鲜啤酒（桶装扎啤）	巴氏杀菌：**熟啤酒**（瓶装，无需冷链支持）	听装啤酒；膜分离除菌：纯生啤酒
肉制品	未杀菌：热鲜肉；冷链：冷鲜肉，冷冻肉	巴氏杀菌：低温肉（灌肠）	高温灭菌：高温肉（灌肠）、**火腿肠**
其它酒饮料			蒸馏酒：**白酒**；酿造酒：**葡萄酒、黄酒**

资料来源：招商证券

上图给我们的启发是，你可以看出伊利、蒙牛在白奶之外，为何大量在乳酸饮料布局，也是同样的半径法则决定；另外，上图也说明，光明的常温型酸奶产品，是多大的创新。

2.渠道。渠道是个织网的故事。此处可以先对比一下伊利（深度分销模式）和蒙牛（大经销商模式）。我们都知道，蒙牛是一家“先有市场后有工厂”的乳企，足以说明其销售策略的追赶型模式。在对大经销商的倚重中，发展前期公司投入的销售费用相对低，有利于迅速开拓市场，但问题在于，经销商随企业做大后，与企业的议价能力也随之提高，动力和效率都会降低。相比之下，深度分销模式的终端掌控力相对

强，渠道下沉更顺利，但前期对费用、管理的要求高，推进速度相对慢。

我觉得伊利和蒙牛的两种模式，都是理性选择。您觉得呢？当然，从长期视角看，伊利模式的长跑动能可能更充足。为什么呢？

一是伊利模式完成布局后，费用率会大幅下降，这是由乳企对渠道的掌控力决定的。二是目前中国的乳业市场，正在经历一二线与三四线城市差距的弥合进程，在这个过程中，伊利模式的下沉速度和质量显然更强（当然，线上销售还是一个变数）。

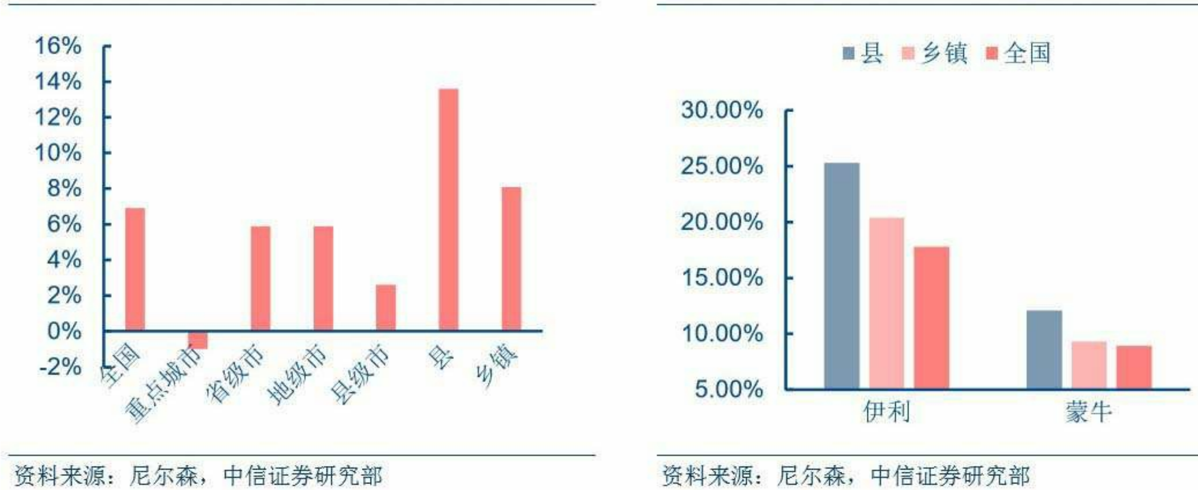


图4-41 乳制品销售增速显示县和乡镇增速更快

上图引自中信证券戴佳娴的研报《乳业思考：需求回暖为哪般？》，可以看到销售增速的结构性变化，和两大乳企的相对变化。

3.品牌。与其他大众消费品行业一样，乳业也是一个讲究爆款产品的行业。老的如蒙牛的“特仑苏”，近的如伊利的“安慕希”。这块就不多说了。关于后者，董广阳的评论是“跑出来的安慕希”。我们可以看看三家常温酸奶的广告投放情况：

表4-8 三家常温酸奶巨头的营销布局

乳企	品牌	代言人	赞助节目
光明	莫斯利安	五月天	奇葩说（2014）、 极限挑战（2016）
蒙牛	纯甄	林允 邓超	中国正在听（2014）、 全员加速中（2016）1-2亿
伊利	安慕希	Angelababy 李晨 宁泽涛	中国好声音（2014）8800万、 奔跑吧兄弟（2015、2016）2.16亿、5亿

资料来源：草根调研整理、招商证券

上图可见，算得上一线节目的是红框中的三档（极限挑战虽然也是大制作，但是个人感觉话题度还是稍逊一筹），其中安慕希赞助的两档都可算是现象级的节目。加上渠道的配合，下图是三大常温酸奶的销量情况，安慕希后发先至：



图4-42 三大常温酸奶销售额

乳业的下一个10年

接下来说说行业格局。根据董广阳的总结，之前20年，中国乳业的格局大致经历了三个阶段：1.销售。在三聚氰胺事件爆发前的1999—2008年，行业属于市场为王阶段。2.产能。2008年到2016年，是奶源为王阶段。3.整合。2016年到现在，则进入全产业链布局，龙头企业的份额收割阶段。

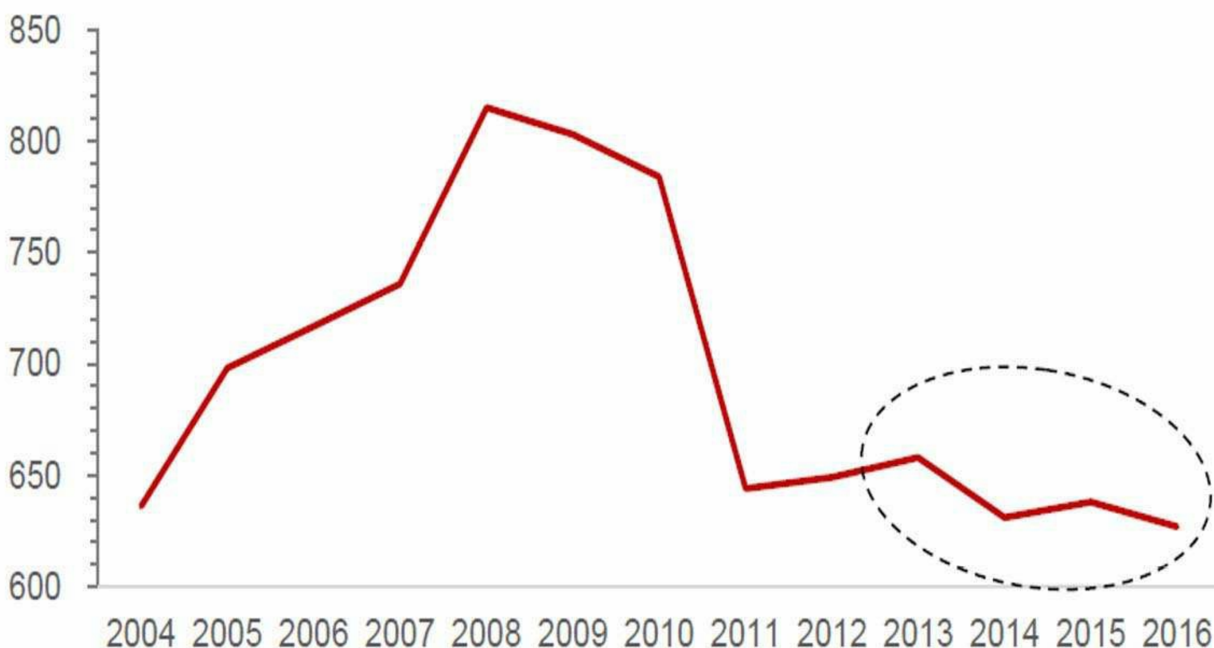


图4-43 乳业的产业整合情况

董广阳团队预计，2020年，伊利、蒙牛市占率将提升至70%，行业格局进一步优化，并向龙头企业集中。

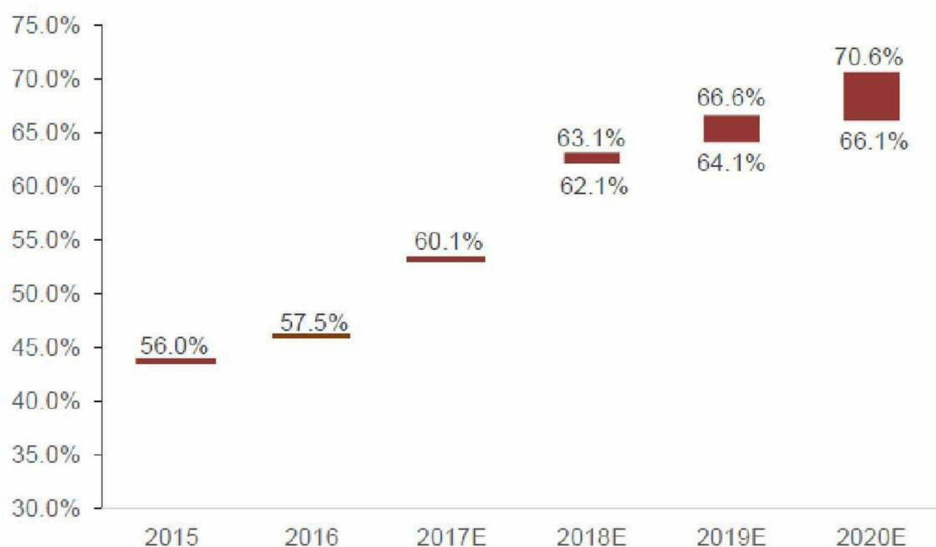


图4-44 伊利、蒙牛市占率预测

未来十年会如何呢？董广阳团队认为：

1.行业增速将恢复至大个位数。2.高端新品将推动价格提升。3.低温奶消费拐点出现，将上量，但常温奶还是主角。4.酸奶将引领液态奶增速，打开2000亿的市场。5.渠道下沉得力的乳企更有优势。6.行业“双子星”的良好格局，将令费用率进一步下降。

董老师附送了一个分析乳企ROE的核心因素：白酒核心在于净利率，乳业核心在于周转率。

他放了这张图，箭头是我加的，认为可以对应的变化，但是除此之外我没找到特别明确的对应关系，谁看明白了，可以教教我。

乳业商业模式：如何解读ROE　　CMS 招商证券

图 18：伊利蒙牛历年ROE变化

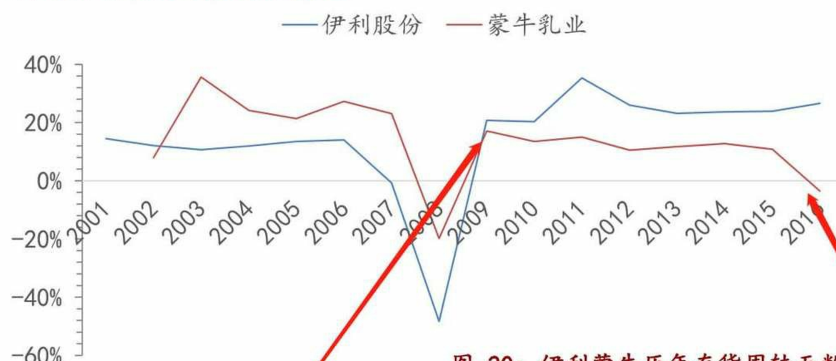


图 19：伊利蒙牛历年资产周转率变化

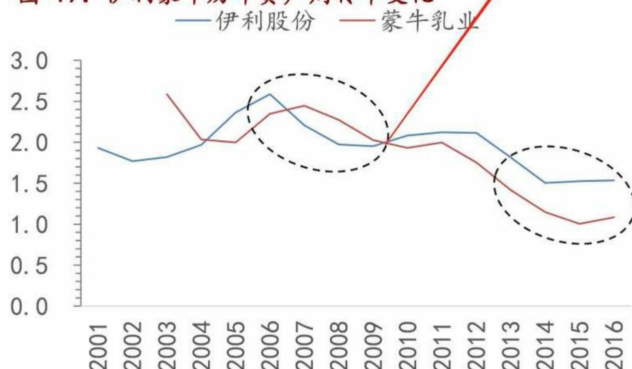
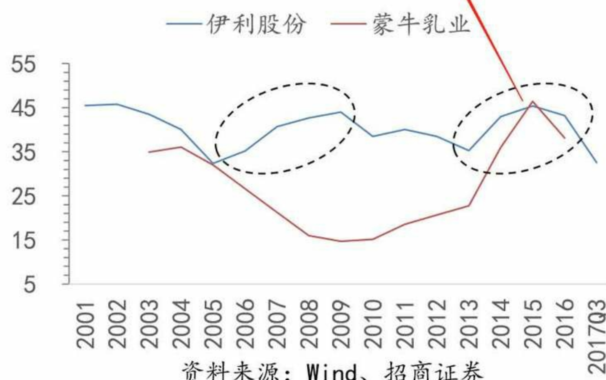


图 20：伊利蒙牛历年存货周转天数变化



资料来源：Wind、招商证券

图4-45 周转率、存货天数与乳企ROE的关系

最后，附送我师父郑日的几句心得：

“乳业消费升级不是线性的，其实可能是跳跃式的。”

“比如出境游，以前都不去，后来突然都去了。”

“三四线城市消费高品质奶，不再消费白奶，也是跳跃的。”

她说，对于牛奶的消费升级，不要线性外推。

希望我们永远喝着安全的牛奶。

---

1. 本节部分内容引自《毒舌研报》栏目2018年4月3日文章《为了不能忘却的纪念》，有改动。

10.石油化工㊟

同志们，首先强调，不构成投资建议。突然想写中国石化，是因为突然发现了一个情况，如图：

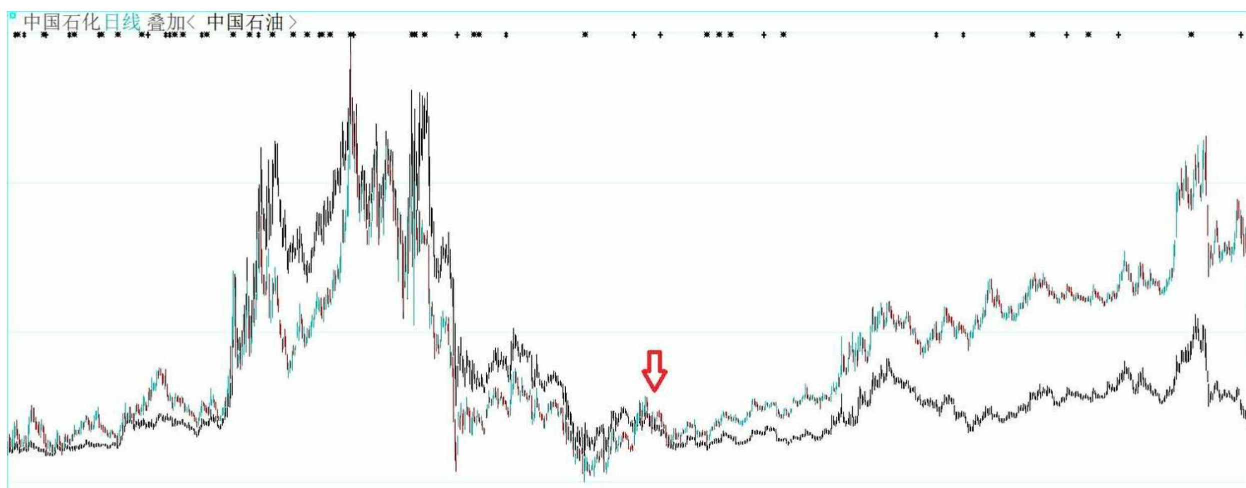


图4-46 中国石化相对中国石油股价走势

上图是中国石化（上方线）叠加中国石油（下方线）的走势图，我们可以看到，2016年4月之前，石化双雄的股价走势一直十分接近，但是从2016年4月以后，中国石化与中国石油的喇叭口一直在扩大，乃至近日已经走出了不同的方向。

这到底是为什么呢？

因为这俩公司，现在，眼下，当前，根本就是两种公司。对于中国石化，我有一比——

人生的最好时光？

就像我们生活中有那种人，他很闪亮的阶段，其实身上处处都是毛病，非常讨厌；然后他仿佛消沉，少有人关注，偶尔听到的也都是关于他的坏消息，其实这时他身上反而处处都是优点，但人们浑然不觉；突然有一天，他就憋了个大招出来，再次闪亮了。

他还是他，他可能有些变化，但其实变化最大的，恰恰是我们这些旁观者的心态。

不铺垫了，很少写个股研报，让我们直捣黄龙——中国石化有三好：钱多奶水好，链长弹性好，开支少估值好。

我们的栏目是个严肃栏目，那就先从奶水好开始说吧。推荐东方证券赵辰的《从股息率看中石化投资价值》。其实近期关于中国石化最全面深度的报告是申万宏源谢建斌的《中国石化——大鹏展翅，志在万亿》，想充分了解中国石化的朋友，直接看这篇。但是角度最独特、重点抓得最好的还是赵辰的这篇《从股息率看中石化投资价值》。

起因是中石化公告2017年分红605.4亿元，这是什么概念呢？2017年中石化净利润拢共511.2亿元，相当于挣1元分了1.18元！为什么这么分呢？

一方面是手里现金太多了，留着也是降低效率。中石化在手现金有1600亿，累计未分配利润高达2900亿，相当于目前市值的37.5%！

你说，中石化可以还还债啊，这也能降点财务成本啊。

对不起，没那么多债可以还。虽然表面上看，中石化的资产负债率有46.47%（本身这数就比较低了），但是分析师已经帮你分析好了，净有息负债2017年末才区区288亿！

能想象吗？一个总资产近1.6万亿的大家伙，净有息负债才288亿，不够零头的。

为此，赵辰的结论是，中石化未来分红率大概率会有所提升，即使以2016年65%的分红率测算，未来三年每年分红600亿元以上也可能会成为常态，对应目前股价的股息回报率在7.8%左右，还有很大的投资价值。

这个7.8%是什么概念呢？我们拿A股纪录最好的现金奶牛比一下看看：

表4-9 主流分红价值股股息回报率

	每股派息/元	股价(03.28 收盘价)	股息回报率
工商银行	0.2408	5.98	4.0%
建设银行	0.291	7.43	3.9%
农业银行	0.1783	3.86	4.6%
中国银行*	0.168	3.96	4.2%
上汽集团*	1.65	32.54	5.1%
长江电力*	0.725	16.19	4.5%
中国神华	0.91	20.74	4.4%
均值	-	-	4.4%

资料来源：公司公告、东方证券研究所、带*公司以16年股息测算

当然，您冰雪聪明，肯定要问：产奶的前提是造奶，凭什么说中石化分红率“大概率会有所提升”呢？中石化的现金流能稳定住吗？

您说，2013—2014年，中石油分红比中石化还多呢，现在反不如中石化了，你怎么有把握说，中石化就能稳得住呢？

这就是捧哏的作用，没有你这疑问，我还不好过渡到下一段：链长弹性好。

其实中石化不是一家油企

中石油算是一家油企，或者说，资源型企业，但中石化不是。您把这句话记住了，下面我们就开始拆解中石化的业务，推荐大家看太平洋证券杨伟的《进可攻，退可守，万亿市值才起步》。

中石化的业务可以拆解为四块：勘探开发、炼油、化工和销售（所有中石化研报都是这么拆的），也就是找油钻油（上游、资源）、炼油（中游，加工）、化工（中游，加工）和销售（下游）。

杨伟的总结是：上游弹性大，中游舒适区。下游则是天风证券张樨樨补充了一个：下游有保障。我们分别解释一下。

找油钻油这件事，是油企资本支出的重点，而且只在油价高的时候才有利润。中石化勘探开发2017年经营亏损459亿元，天哪。这主要是因为之前几年油价暴跌（100多美元跌到40美元，你知道的），但你找油花的钱是支出过的，你的井是打过的，你的折旧不能停啊，专业说法叫DD&A（感兴趣的可以百度一下），这部分投入摊下来，当然油价越跌越亏，联动是很明显的：

2017H1的28%，主要由于2014年以来油价的暴跌以及天然气产量的增加。2014年-2017H1，公司勘探及开发板块收益下滑明显，分别为470.57亿元、-174.18亿元、-366.41亿元、-183.34亿元；同期Brent油价分别为100.80美元/桶、53.86美元/桶、44.97美元/桶、和52.81美元/桶。

图4-47 研报截图揭示的勘探开发收益与国际油价关系

问题就是，一旦油价上涨，这部分亏损就将很快降低乃至扭转，一个亏很多钱的业务，瞬间就变成赚很多钱的业务，根据杨伟的测算，油价上涨10美元，中石化勘探开发板块增加净利润149亿元！

当然，这取决于油价是否将上涨。这个事情，好像没谁说得清楚，问题就在于，你是否认为油价会马上回到40美元、50美元的水平？大家自己考虑一下，这个问题没有答案。

凡事往坏处想。即便油价回到这个水准，那又如何呢？我们说了，中石化不是一个油企，它的全产业链布局，有利于冲减油价波动的风险，实现稳定的现金流和利润。

按赵辰的测算，中石化其实是一个加工企业，中游的炼油是公司主要利润来源，2015年至今，总利润占比达到了82%？我们看张图：

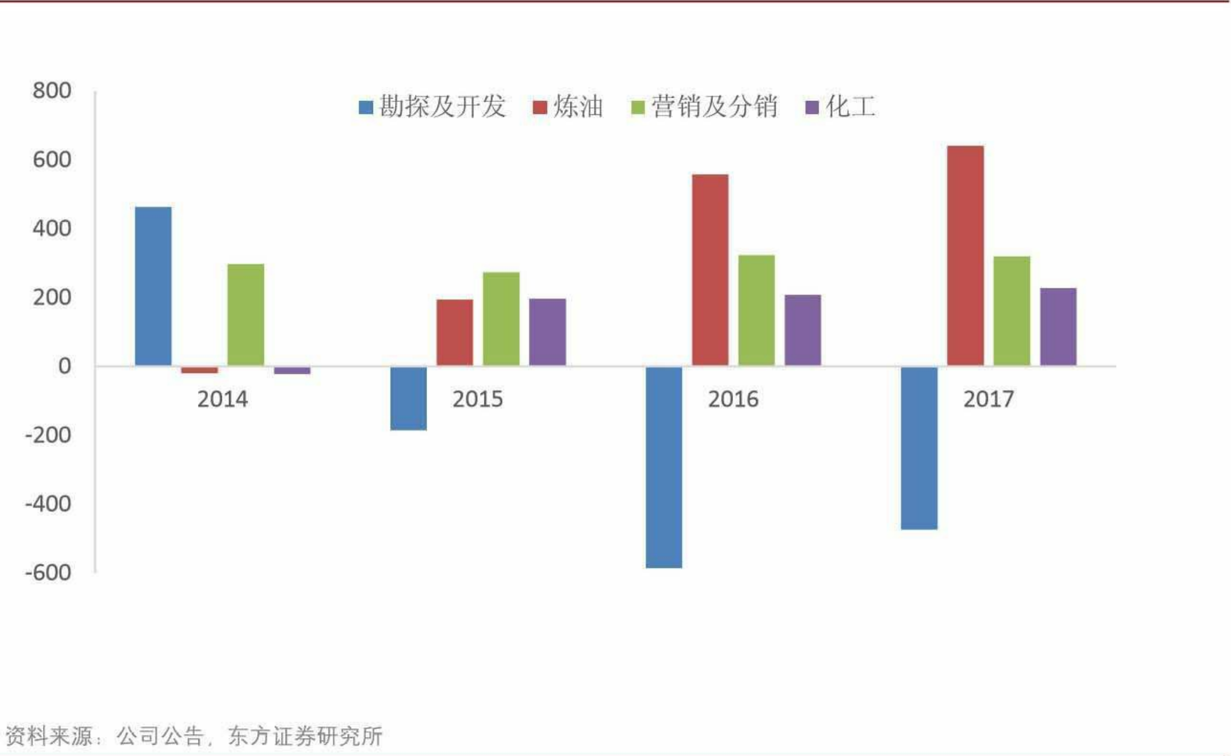


图4-48 中石化各业务板块利润情况

看到了吧，蓝柱再长，又怎么样？红柱更长啊！



图4-49 炼化业务毛利与国际油价关系

请记住，中石化目前就维持一个稳定的加工价差，剔除消费税后毛利率为9%。

只赚这点钱，但是赚得稳。老哥，稳住！

最后再说说中下游的化工和销售。

化工的风险在于，上游价格如上涨，产品价格无法向下游转嫁。但是，一方面这个担心，我们一直没看到（我们光看到涨价来着，光看到环保监管和供给侧改革了）；另一方面，中石化的化工用油和原油产量基本相当，所以，我们也完全可以将这两部分一体化，从而缓解了化工的成本压力。

销售就不过多废话了，中石化坐拥3万加油站，全球第二、中国第一。就算未来炼化领域管制放松，“外油”要进中石化的加油站，恐怕也只能让利，所以说，这根甘蔗，中石化是从头吃到尾了。

尾巴其实更好吃，2017年中石化加油站的“易捷”便利店，已经位居中国连锁百强销售额排名第14名。根据研报，这几年中石化加油站的非油收入都是四成的增幅。

所以说，中石化不是一家油企，它是一家从原油到成品到零售终端从头到尾的企业，它在消化资源品价格波动方面，有相当的体系化优势。

虽然它毛利不高（加工价差毛利9%，油品销售批零价差8%），但是它赚得稳。

再加一块，看看财务。

到了开支少估值好这块了，我们看看财务，天风证券张樨樨的《中国石化：基本面坚实，利润表修复刚开始》，这篇是从财务角度分析做得最好的。

不废话了，直接列几个结论：

现金流量表修复向资产负债表修复传导的两个路径：

1）资本开支减少——固定资产净值减少——DDA 减少——利润增加

2）经营现金流增加——有息负债减少——财务费用减少——利润增加

为什么中国石化 16~17 年现金流表现好?

1）为什么 FCF 表现，好于经营净现金流趋？CAPEX 减少

2）为什么经营现金流表现，好于净利润趋势？DDA 增加

图4-50 中国石化现金流量表、利润表修复路径

上面几句略难理解，DDA大家简单理解为折旧就得了，FCF是自由

现金流，CAPEX是资本开支。总之，资本开支减少，有息负债少，自由现金流增加，利润增加，就是这个结论。

赵辰精当地分析了这个过程：中石化已经过了资本开支高峰期，“主要支出都用来覆盖折旧”，以及“近两年公司在会计处理上非常谨慎，这就导致其现金流量表和利润表之间出现了很大的背离”。

由于“现金流太好”，所以，高分红率是可以期待的。

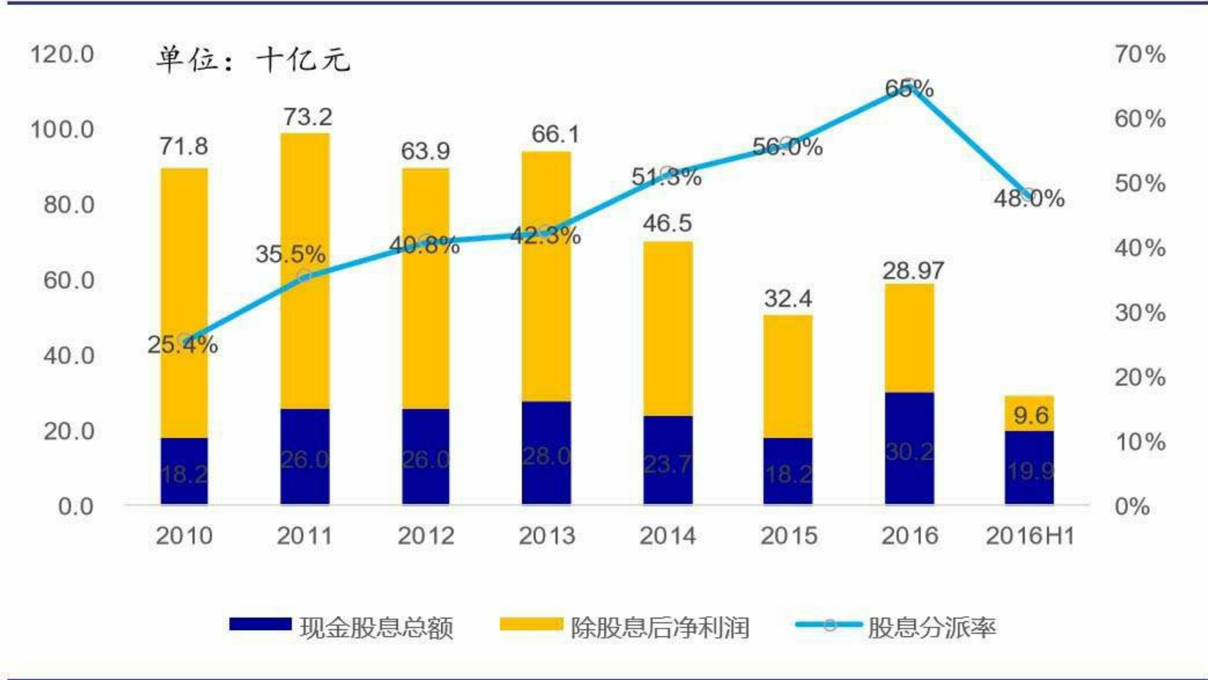


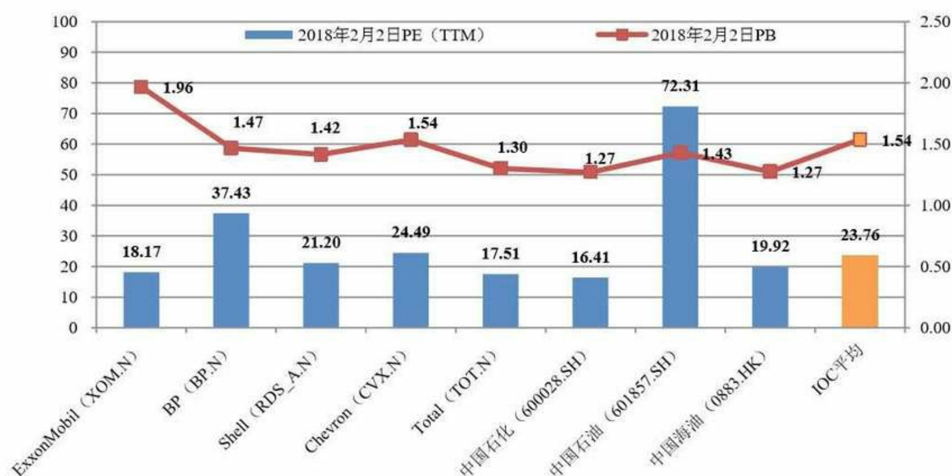
图4-51 中国石化历史分红率水平

最后说说估值吧，放几个图大家了解一下：

	中石化	埃克森美孚	台塑	Lyondellbasell	LG 化学
PE	15.4	44.3	14.8	10.2	17.0
PB	1.0	1.9	1.9	5.7	1.3
EV/EBITDA	6.4	10.9	17.4	8.3	9.0

资料来源：Wind，Osiris，公司公告，东方证券研究所

图表 51：中国石化估值水平中下



资料来源：Wind、太平洋证券整理；IOC 平均为五大国际石油公司算术平均值

图 21：可比公司 PB



资料来源：公司公告，bloomberg，天风证券研究所

图4-52 各公司研报揭示的中国石化估值水平

就到这儿吧。可能有时候大家伙也蛮性感的。

附：必读研报目录（如果只读一篇就看第一篇吧）

1. 建议精读：《中国石化：从股息率看中石化投资价值》，东方证券 赵辰

2. 《中国石化：大鹏展翅，志在万亿》，申万宏源 谢建斌

3. 《中国石化：基本面坚实，利润表修复刚开始》，天风证券 张樨樨、刘子栋

4. 《中国石化：进可攻，退可守，万亿市值才起步》，太平洋 杨伟、柳强

5. 《中国石化：从财务角度看中石化投资价值》，东方证券 赵辰

本节结束前，要最后补充说明一下，关于行业和个股研报，限于篇幅并兼顾阅读体验，我们大致只就主要的投资逻辑进行了讨论。事实上，很多与公司经营密切相关的内容，我们都没有详尽展开。**对于绝大部分带有消费品性质的行业来说，产品分析都是必不可少的环节；对于绝大部分企业来说，竞争优势分析都是必不可少的环节；对于所有行业来说，行业格局分析都是必不可少的环节。**

这些内容有的在本书中谈及，但浅尝辄止；有的干脆就没有讲到。

为什么呢？因为人类社会不可能存在纸上的方法论，如果解决方案可以被毫无遗漏、原汁原味、准确真实地写到纸上，人类社会就会薄如一张纸——那也就不会存在股票市场。如果我们的预期全部趋于一致，那就根本不会出现买和卖的行为。

所以说，真理往往是无“用”的，我们探索真理是为了获得自由，而自由也是无“用”的。

“用”只有在用之中才能得到厚植，当你打开平生阅读的第一份研报时，这个过程就开始了。我们能做到的只是展示研报的某些侧面，从而让您坚定一个信念：读研报，是“有用”的。

---

1. 本节部分内容引自《毒舌研报》栏目2018年4月10日文章《别笑！请让我安静地写写中国石化》，有改动。

第五章
研报的其他应用

本章是全书的最后一章。从我的角度看，要说明“读研报是有用的”这件事，以及略略说明读研报的一些方法，举些例子，扯到现在，已经是严重拖堂了。可能从一些读者的角度看，你刚打开的窗子，怎么就关上了呢？我并没看到多少真知灼见啊，能不能再来点干货？

大家都是成年人，你若相信“半部《论语》治天下”，那你信的应该不是《论语》，而是那个治理的过程。在读研报这件事上，“读”比什么都重要，因为任何所谓的经验都是二手玫瑰，全书中所有言之凿凿、像煞有介事的结论都是相对真实。

两横一竖就是干！根本问题还在于你是否走出读研报的第一步，然后坚持下去。

当然，在此之前，我把本书最后一点野心留在本章，再行勾引一下。

我要说：即便不为炒股不为投资，研报也是一个丰富的知识库，有益见闻、有益见解，明目醒神、延年益寿。

1.研报大数据应用于主题投资

股市中有很多流行的主题投资，比如，2015年市场波动之前，定增、重组概念曾经是一个超额收益明显的概念主题。

如果你掌握一些统计技巧，基于研报本身进行一些大数据研究，就会领先于市场发现，这个概念已经不适合在2017年继续坚持了[注]。可悲的是，有一些在市场上成名已久的私募机构，仍然坚持这个主题，最终导致净值跌破止损线，不得不清仓结束的悲剧。

2016年年底，我们联合“看研报”搞了一个海量数据的筛选，主要思路是：在去杠杆、脱虚入实的背景下，统计一下与加杠杆、脱实入虚相关的研报数量是否产生变化，特别是在监管部门收紧借壳、并购重组政策，提出“两精一豪”（妖精、害人精、土豪）之后，这些题材研报是否降温，以此判断政策收紧的效果，并提示其间存在的投资风险。

研究的主要题材包括定增、借壳、股权转让、举牌、险资持股[注]等等。

以定增为例，媒体有一个很悲哀的报道：据不完全统计，截至2016年底至少有1300只公募和专户产品，仍持有定增的限售股份。上述持股，当时整体浮亏比例达到30%，浮亏总金额超过110亿元。

换句话说，2016年还帅得惊动国家的“打折买股”主题，到2017年初已经折了。

那么研报数量的情况如何呢？如下图所示：2014年全年有关“定增”的研报总数仅为657份；由于定增有利可图，2015年定增研报数量迅

速增加到1387份，总阅读量高达2014年的3.16倍；2016年仍然是定增大年，2016年5月前有681份研报，2016年5月监管政策收紧后仍有1145份研报。

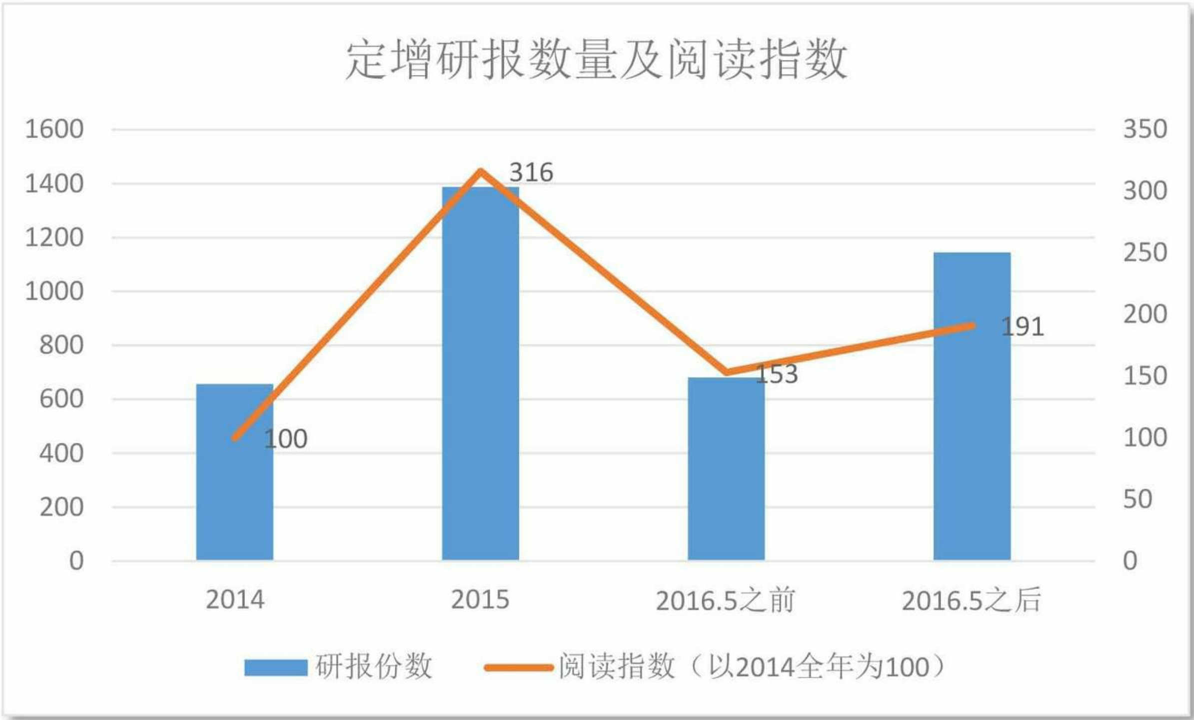


图5-1 研报平台统计的历年“定增”关键词研报数量

换句话说，从研报的角度看，尽管2016年5月后借壳、并购重组政策收紧，但“定增”热度不减，足见“定增”概念帅呆了，现在浮亏比例就达到了30%，套了一大批人。

即便对数据做个清洗，将涉及具体上市公司的个案研报全部剔除，仅保留与定增相关的策略研报，也可以发现情况大致类似，政策收紧的效果并不足够明显，市场关注度还在提高。

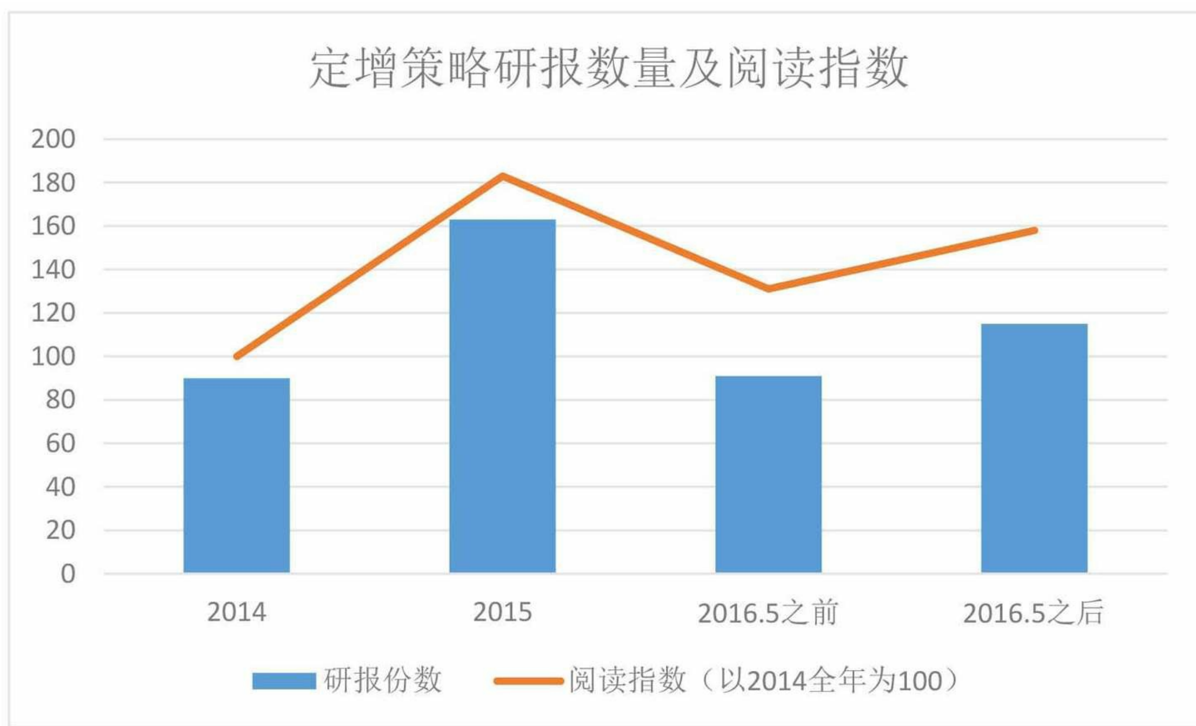


图5-2 研报平台统计的历年定增策略研报数量

险资监管成效最明显

相比之下，对于险资的监管，效果就比较明显了。

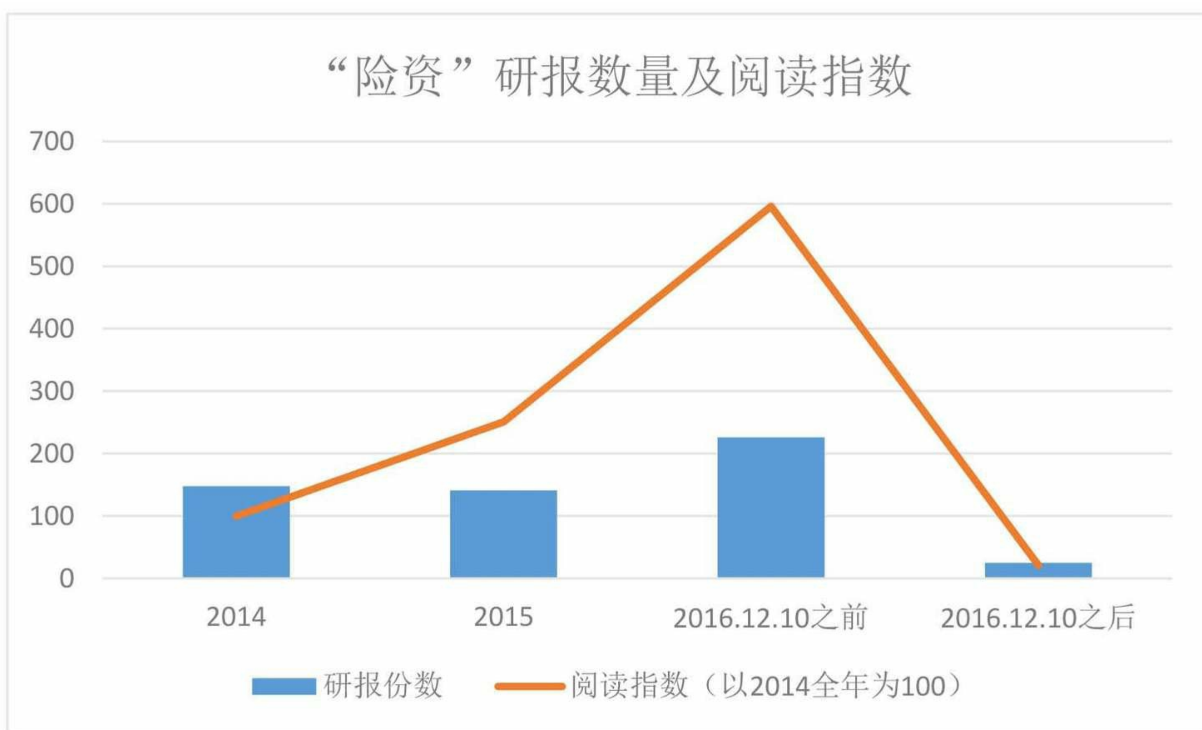


图5-3 研报平台统计的历年“险资”关键词研报数量

这个图要解释几句：第一，2014年和2015年绝大部分时间，“险资”还只是一个中性概念，但在2015年年底“宝万事件”发生后，险资开始成为一个题材。2015年全年141份有关“险资”的研报中，有66份出现在12月（“宝万事件”发生后），阅读中有一半发生在12月。2016年，“险资”概念继续升温，但到12月10日“两精一豪”之后，热度大幅下降。即便刨除统计时间长度的因素，也可以发现，12月10日之后，几乎没有以“险资”投资作为主题的策略和行业研报了。

与之相应的是“股权转让”这个题材。如下图：

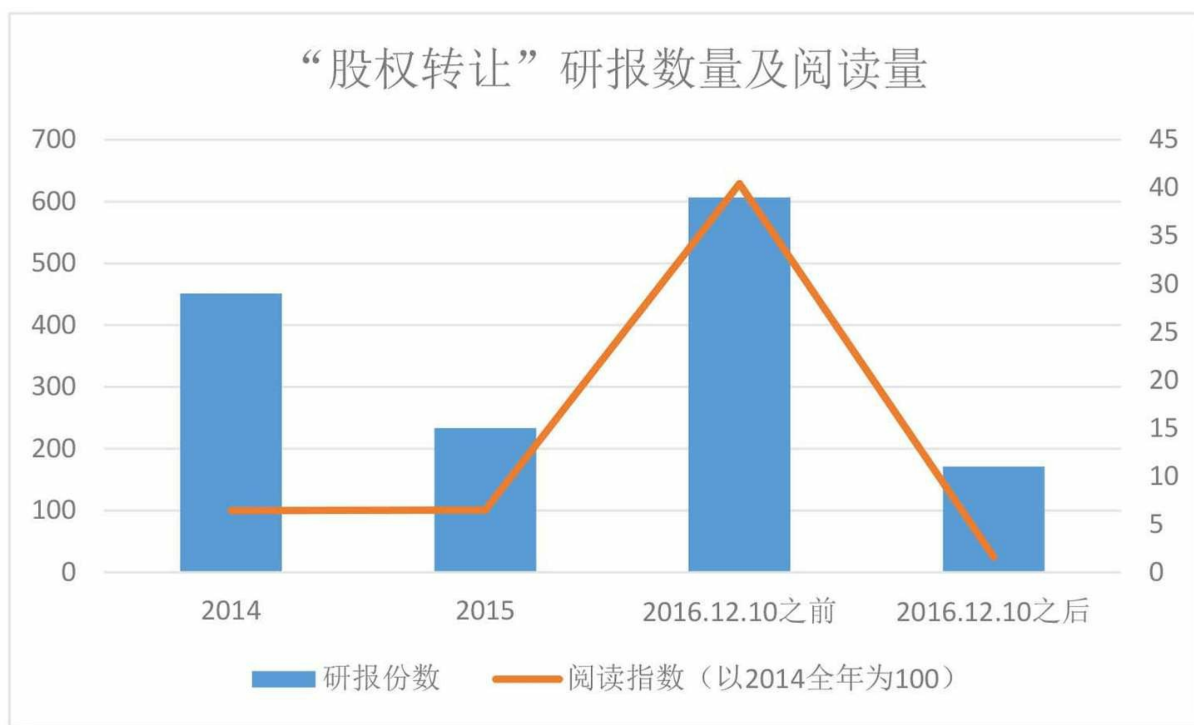


图5-4 研报平台统计的历年“股权转让”关键词研报数量

“股权转让”在2014—2015年也是中性词汇，2016年突然大热成为炒作概念，阅读指数蹿升至629（阅读量是2014年水平的6.29倍），但在“两精一豪”之后，阅读量骤减到2014年的25%，相当于2016年全年的4%。

“举牌”概念的情况与“股权转让”大概类似，图就不放了。

警惕“借壳”概念

重点放在最后，“险资”“股权转让”和“举牌”的研报热度下降明显，预计“去杠杆”风险已经基本释放完毕。而“定增”在政策收紧后热度不减，导致大量资金被套，那么，有没有同样存在风险的题材呢？

有，我们的联合研究显示，“借壳”概念的热度与“定增”几乎一样，在政策收紧后热度也未降低，预计“去杠杆”风险将逐步显现，上图：

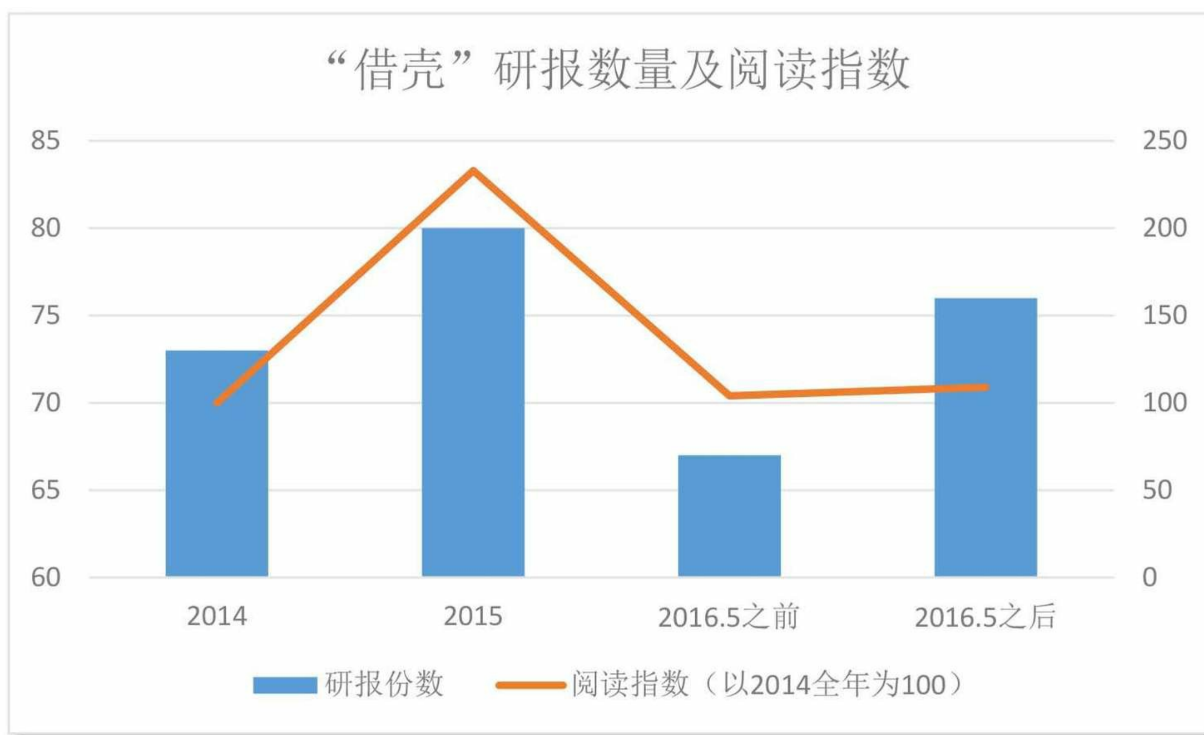


图5-5 研报平台统计的历年“借壳”关键词研报数量

根据这个简单的大数据研究（分析师是否还在写此类主题研报，以及投资者是否还在读此类研报），2017年1月，我们就可以得出要警惕“借壳”概念的结论。从2017年市场走势看，除了管理层大力支持的个别独角兽企业（如360）借壳回归A股外，借壳概念在2017年的确乏善可陈。

---

1. 本节部分内容引自《毒舌研报》2017年1月17日文章《千万别跟校草去小树林！》，有修改，文中及图表中所涉数据，除特别指出，均截至2016年年底。
2. 2016年，因某保险公司恶意收购某地产股，爆发了一场风波，彼时，如果哪家上市公司突然报出被保险机构持股、收购的事件，则其股价就会出现上涨。

2.用研报大数据寻找优秀公司

这有点矛盾。矛盾是智慧的代价。这是人生对于人生观开的玩笑。

——钱锺书

我们还可以把研报大数据应用于寻找优秀公司方面[注]。

按照正常的理解，我们可以很轻易地提出一个假设：

由于研究员展业和独立性方面存在的机制问题，如果研究员不看好一家公司，最坏的惩罚就是不发布研报；而看好一家公司，最好的回馈就是发布（上调/维持评级的）研报。**因此，从公司角度来说，关注度高、机构参与多的公司往往会得到更好的研报服务。所以，对于公司/个股而言，如果它被分析师发布的报告多，它的实际表现/股价理应更加优秀。**

根据这样的假设，我们联合“看研报”排出了2010年至今历年年度研报数量最多的10家上市公司，并统计之后一年该公司股价表现[注]。



图5-6 历年研报数量前10家公司组合在下一年度的收益率

由此可见，如果每年年底，您选择该年度研报数量最多的十家公司建立投资组合，并平均投资的话，从2010年底到2016年的7年中，您只有两年会实现负收益，5年会实现正收益。其中，2015年底的组合在2016年收益最差，2010年的组合次之；其余年度都轻松跑赢无风险收益率，即便并非牛市的2012—2014年，组合收益也极为可观。

我们再测算一下组合总收益和年化收益情况：

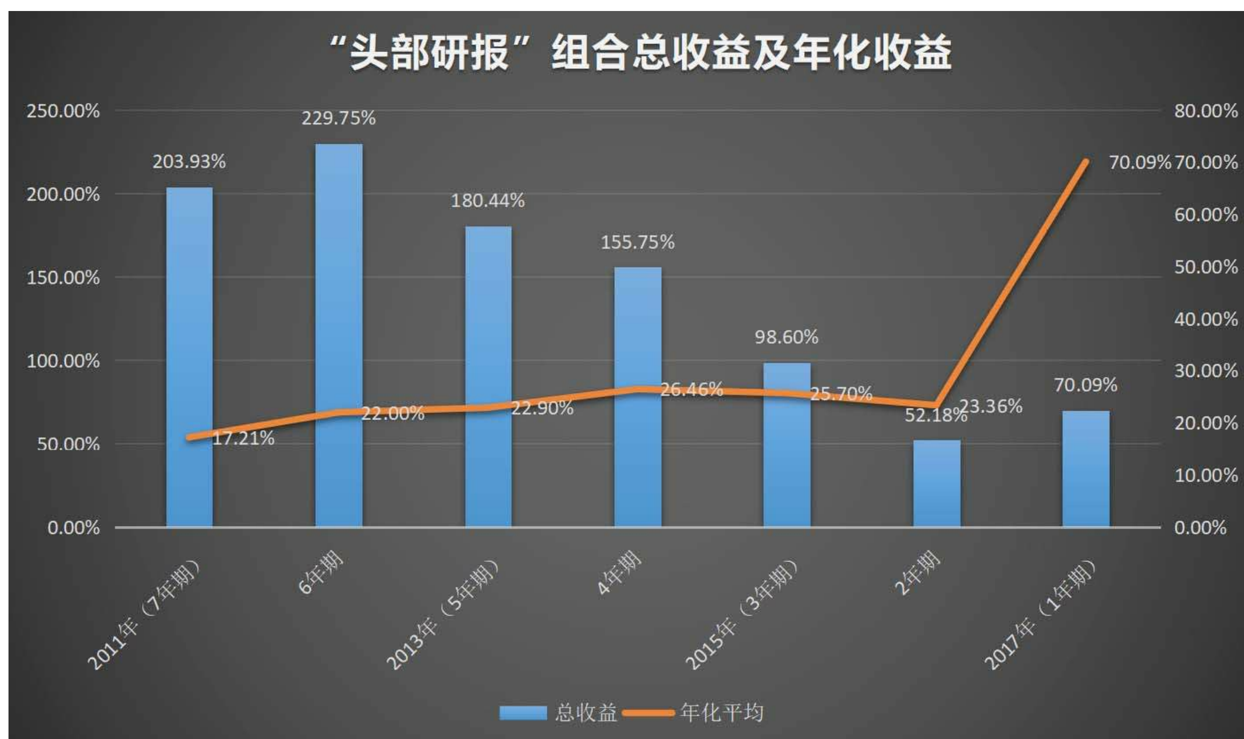


图5-7 "头部研报"组合总收益及年化平均收益率

前面说了，2015年年底的组合在2016年表现很差，要亏掉10.53%，即便你在最坑的这一年建立组合，两年时间下来，你仍然可以获得52.18%的总收益；如果2011年底你建立组合，总收益将达到203.93%，并不输于最好的公募基金水准。当然，2017年组合涨幅收益太大，我们排除2017年的超常表现，但保留2016年和2011年两个最差表现，这条件够苛刻了吧？

组合表现依然是不错的，特别是拉长了看：

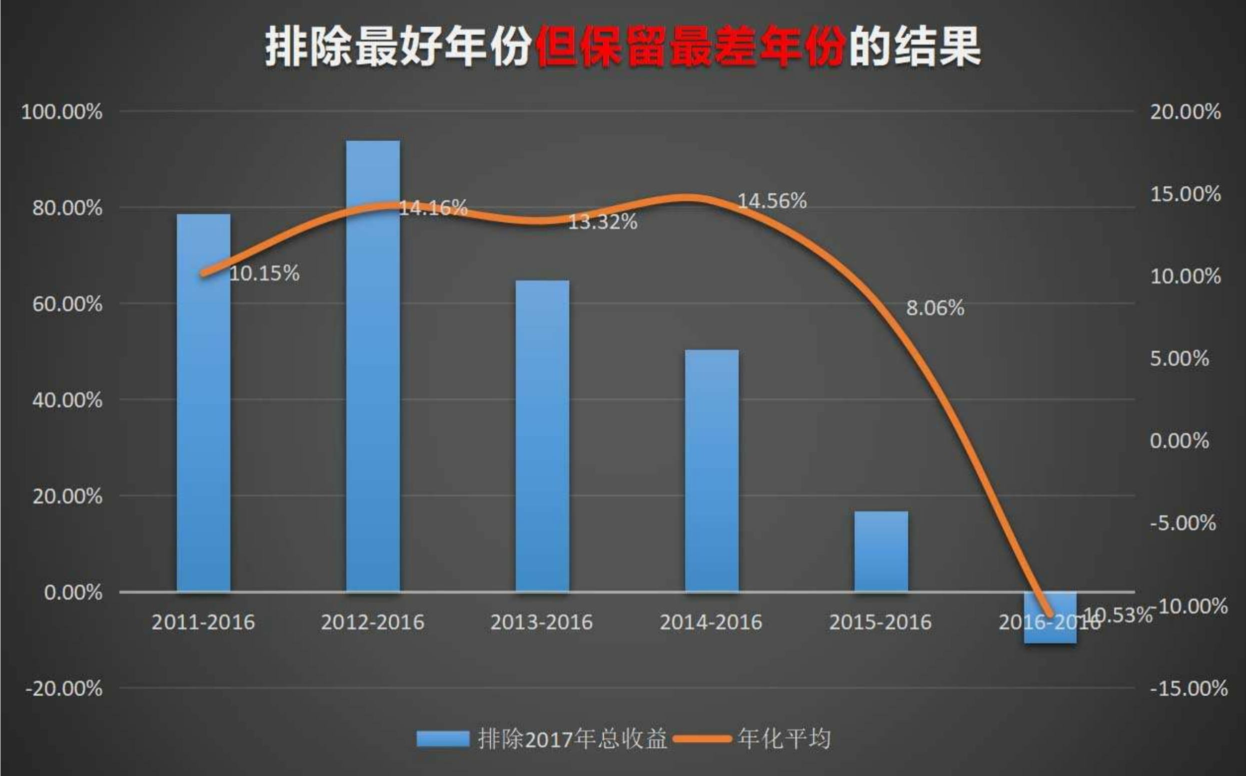


图5-8 最苛刻条件下的“头部组合”收益情况

总之，在每年10～20万篇研报中，我们要敢于分析和使用那些头部的、“最好的”一小撮。

对于研报使用者而言，市场走势与研报预期之间总是存在一个预期差，“半缘修道半缘君”，大概一半因为研报作者，但也至少有一半因为研报使用者。这也能部分地解释，为什么我们总会觉得研报不准。

所有经历过感情生活的人都清楚，我们每个人的感情中都有一份研报——我们都以为自己和另一半会“幸福地生活在一起”，其实从蜜月旅行，争吵就会开始，并伴随我们一生的感情生活。

钱锺书说得好啊，几分钟或者几天的快乐赚我们活了一世，忍受着许多痛苦……人生虽痛苦，却不悲观，因为它终抱着快乐的希望。

表5-1 历年研报数量前10家公司组合次年走势

公司/个股	2010 年研报数量	2011 年走势
中国联通	223	-1.49%
中国平安	206	-37.93%
中兴通讯	195	-24.94%
招商银行	177	-5.21%
万科 A	155	7.96%
工商银行	154	4.21%
中国银行	154	-5.35%
农业银行	150	-0.40%
宝钢股份	147	-20.42%
中国神华	143	5.31%
组合收益		-7.83%

公司/个股	2011 年研报数量	2012 年走势
中国联通	455	-32.67%
中国平安	377	32.74%
中兴通讯	336	41.27%
民生银行	329	43.77%
万科 A	311	37.44%
中国太保	289	19.06%
五粮液	250	-12.69%
中国神华	248	3.84%
招商银行	238	20.16%
中国人寿	231	23.01%
组合收益		17.59

公司/个股	2012 年研报数量	2013 年走势
万科 A	225	19.37%
贵州茅台	212	-36.56%
宇通客车	196	28.21%
长城汽车	185	76.39%
中国联通	181	7.10%
格力电器	175	33.22%
苏宁电器	174	36.88%
保利地产	174	-38.20%
五粮液	165	-42.58%
探路者	164	12.62%
组合收益		9.65%

公司/个股	2013 年研报数量	2014 年走势
万科 A	218	82.62%
长城汽车	217	3.93%
长安汽车	193	44.72%
宇通客车	189	31.46%
贝因美	175	-13.16%

贵州茅台	173	66.93%
江淮汽车	170	41.36%
海宁皮城	167	-22.51%
华谊兄弟	166	-4.78%
宋城股份	164	57.26%
组合收益		28.78%

公司/个股	2014 年研报数量	2015 年走势
万科 A	241	81.68%
长城汽车	237	-11.12%
伊利股份	174	16.93%
探路者	150	24.50%
长安汽车	147	4.52%
保利地产	145	-0.04%
华夏幸福	144	42.74%
贵州茅台	144	28.81%
宇通客车	140	55.79%
海天味业	140	61.23%
组合收益		30.50%

公司/个股	2015 年研报数量	2016 年走势
万科 A	154	−12.36%
宋城演艺	150	−25.83%
长城汽车	128	−6.03
网宿科技	106	−10.35%
索菲亚	103	27.16%
世联行	103	−34.25%
中兴通讯	97	12.91%
奥瑞金	96	−25.25%
保利地产	96	−10.81%
华夏幸福	96	−20.43%
组合收益		−10.53%

公司/个股	2016年研报数量	2017年走势
隆基股份	142	174.19%
贵州茅台	134	113.06%
宋城演艺	133	-10.46%
国轩高科	116	-17.19%
招商蛇口	114	23.10%
保利地产	113	60.52%
通化东宝	113	26.41%
五粮液	111	137.88%
美的集团	110	104.01%
伊利股份	109	89.35%
组合收益		70.09%

另外，您一定想知道2017年研报相对较多的公司都有哪些，对吧？这个表拿走不谢。

表5-2 2017年研报数量前10家公司（A股版）

排序	代码	名称	研报数
1	600104	上汽集团	286
2	000063	中兴通讯	270
3	600519	贵州茅台	265
4	601888	中国国旅	259
5	600887	伊利股份	243
6	601933	永辉超市	242
7	600066	宇通客车	212
8	600867	通化东宝	210
9	000002	万科A	200
10	002508	老板电器	199
数据来源：知丘			

还有一个沪港深版的：

表5-3 2017年研报数量前10家公司（沪港深版）

排序	代码	名称	研报数
1	00175	吉利汽车	392
2	00700	腾讯控股	336
3	600104	上汽集团	286
4	000063	中兴通讯	270
5	600519	贵州茅台	265
6	601888	中国国旅	259
7	02382	舜宇光学科技	259
8	600887	伊利股份	243
9	601933	永辉超市	242
10	600066	宇通客车	212
数据来源：知丘			

---

1. 本节部分内容引自《毒舌研报》2017年2月14日文章《天色将晚，抱妻上床》和2018年3月13日文章《毒舌组合去年收益70.09%》，有改动。
2. 数据截至2017年底，下同。

3.研报揭示的股市魔咒

一年好景君须记。

在策略研报那章，我们已经介绍过“sell in May”（“卖在五月”）的股市魔咒。

正经的说法应该是“日历效应”[注]，是指金融市场与季节、月份、星期和假日有关的非正常收益。对这类神秘主义的事情，大家都会感兴趣，分析师也是，所以，从研报中，我们也可以找到很多有意思的日历效应——朋友们拿来做皇历吧，但也不必太当真。

春节：宜持股，忌空仓

国君策略李少君对过去10年的统计显示，“持股过年”的胜率更高。看图：

表5-4 李少君研报揭示，持股过年胜率更高

春节	节前30日	节前20日	节前15日	节前10日	节后10日	节后15日	节后20日	节后30日
2008/2/7	-9.37%	-13.05%	-9.16%	-2.93%	-1.41%	1.14%	-5.70%	-2.12%
2009/1/26	2.07%	13.14%	5.79%	5.63%	3.92%	9.76%	19.28%	20.53%
2010/2/14	-5.57%	-4.56%	0.56%	2.63%	0.71%	3.07%	4.03%	1.51%
2011/2/3	-1.73%	-0.70%	-0.41%	4.05%	1.84%	5.48%	6.01%	5.80%
2012/1/23	2.63%	5.74%	6.12%	3.86%	-0.22%	1.87%	3.27%	4.09%
2013/2/10	7.68%	6.71%	5.44%	6.81%	0.53%	-3.32%	-0.83%	-2.40%
2014/1/31	-0.27%	2.40%	2.62%	3.51%	3.09%	4.50%	4.63%	0.07%
2015/2/19	3.01%	0.84%	4.47%	7.18%	2.48%	4.11%	2.46%	11.41%
2016/2/8	-18.67%	-7.49%	-8.68%	-5.11%	-1.18%	4.32%	-1.87%	-0.51%
2017/1/28	-0.17%	-2.17%	-1.75%	0.74%	0.77%	2.08%	2.75%	4.11%
取得正收益次数	4	5	6	8	7	9	7	7
取得正收益概率	40%	50%	60%	80%	70%	90%	7[illegible]	[illegible]

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

区间涨跌幅，胜率最高是节后15日，其次就是节前10日。

主要原因包括：春节期间流动性放松，增量资金（年终奖、结账、新基金建仓）入市概率高，风险偏好提高（经济工作会议和两会之间的空窗期，倾向正面解读政策）。

兴业证券王德伦的观测期更长，更细致，也印证了“持股过节”的策略，其中，春节前两个交易日入市策略最佳，其次是前四个交易日入市，春节后10个交易日涨幅最大。

表5-5 王德伦研报揭示，春节前两个交易日入市策略最佳

【兴证策略王德伦团队】春节日历效应回顾（标的指数：上证综指，单位：%）

年份	前五个交易日累计涨幅	前四个交易日累计涨幅	前三个交易日累计涨幅	前两个交易日累计涨幅	前一个交易日涨幅	后一个交易日涨幅	后两个交易日累计涨幅	后三个交易日累计涨幅	后四个交易日累计涨幅	后五个交易日累计涨幅	春节前后十个交易日累计涨幅
1991年	2.11	1.65	1.19	0.90	0.46	0.45	0.86	1.32	1.77	1.41	3.55
1992年	0.82	0.75	0.56	0.46	0.30	0.17	0.44	0.72	0.72	0.91	1.74
1993年	3.44	4.26	10.94	5.46	2.42	5.65	4.55	8.92	16.19	19.11	23.20
1994年	-0.18	3.58	5.66	3.32	2.27	-2.25	-3.15	-2.73	-3.67	-3.59	-3.76
1995年	-1.51	1.65	2.74	1.23	1.72	-5.13	-5.35	-5.13	-1.64	-3.77	-5.23
1996年	5.24	5.55	4.41	4.48	2.97	8.87	6.17	1.22	2.96	3.65	9.08
1997年	1.13	0.59	0.88	0.27	0.48	1.83	-7.24	-0.21	0.04	5.43	6.63
1998年	0.74	0.81	1.59	1.89	1.53	2.05	1.11	2.23	1.91	1.88	2.63
1999年	-3.22	-2.40	-1.22	0.80	2.28	0.72	0.99	3.55	3.57	3.88	0.53
2000年	4.77	3.90	3.96	3.64	1.87	9.05	8.84	10.30	6.88	8.67	13.86
2001年	-1.86	1.63	0.96	1.52	1.10	-2.79	-3.40	-4.15	-6.56	-5.26	-7.02
2002年	1.40	-0.31	-0.77	1.40	-0.58	1.57	1.65	2.10	1.20	-0.27	1.13
2003年	2.69	3.39	1.40	0.24	-0.05	-1.31	-0.47	0.72	0.30	0.74	3.45
2004年	1.20	-1.12	-0.76	0.50	0.88	1.78	-0.61	1.47	3.05	5.29	6.56
2005年	4.56	6.48	6.73	1.32	2.15	0.78	0.56	-0.79	1.22	3.17	7.88
2006年	2.00	0.52	0.22	0.18	0.48	2.35	1.91	2.54	0.91	1.96	4.00
2007年	9.82	6.81	5.88	3.21	0.18	1.40	-7.56	-3.92	-6.71	-5.57	3.70
2008年	3.18	4.12	4.93	6.46	-1.55	-2.37	-1.03	-2.23	-0.69	1.40	4.63
2009年	1.85	0.20	-0.17	0.28	-0.71	1.06	3.52	5.88	5.39	9.57	11.60
2010年	2.68	2.83	2.35	1.19	1.09	-0.49	-1.18	0.13	1.41	1.12	3.83
2011年	4.54	3.33	1.81	1.68	0.30	-0.89	0.69	1.01	3.58	3.58	8.28
2012年	3.32	5.12	0.90	2.33	1.00	-1.47	-1.14	-2.20	-0.28	0.49	3.82
2013年	0.55	0.17	-0.03	-0.09	0.57	-0.45	-2.03	-1.45	-4.38	-4.86	-4.33
2014年	-0.45	-1.04	-0.01	-0.27	-0.82	0.56	2.61	3.47	3.78	3.21	2.75
2015年	3.35	2.82	2.32	1.34	0.76	-0.56	1.58	1.95	2.75	0.50	3.87
2016年	0.95	2.78	0.51	0.89	-0.63	-0.63	2.64	3.76	3.60	3.49	4.47
2017年	1.87	1.15	0.71	0.53	0.31	-0.60	-0.07	-0.19	0.25	0.76	2.64
平均收益率	2.04	2.19	2.14	1.67	0.77	0.72	0.18	1.05	1.39	2.11	4.20
正收益概率	☆ 81	☆ 85	☆ 78	☆ 93	☆ 78	☆ 56	☆ 56	☆ 63	☆ 74	☆ 78	☆ 85

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

正月：宜电子、纺服、家电、有色、建材

春节后1个月，大概率表现好的行业包括电子、纺织服装、农林牧

渔、家用电器，以及周期股中的有色、建材等，看图：

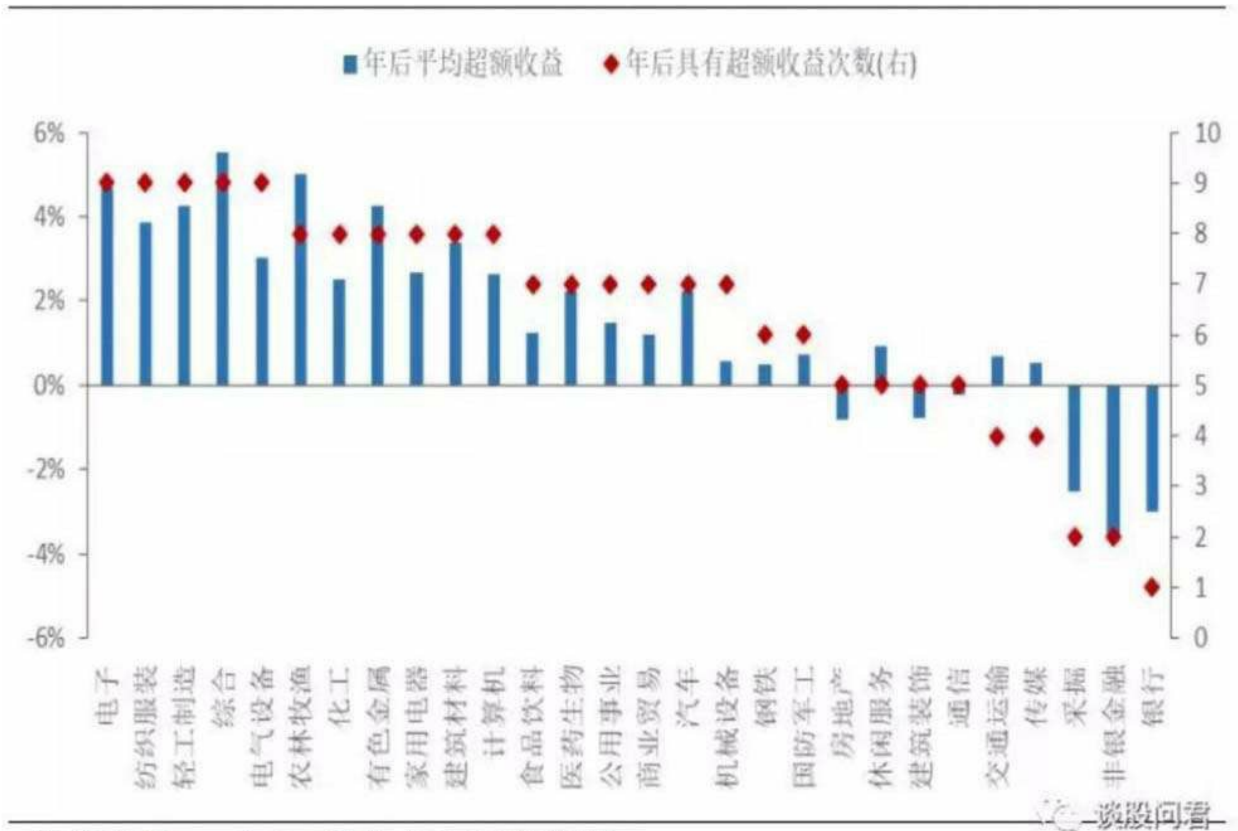


图5-9 历年正月表现最好的行业

这与春节期间消费方向和节后开工方向的普遍观感是相符的。

申万金工文雨也证实了上述说法，关于具体收益率，可看图：

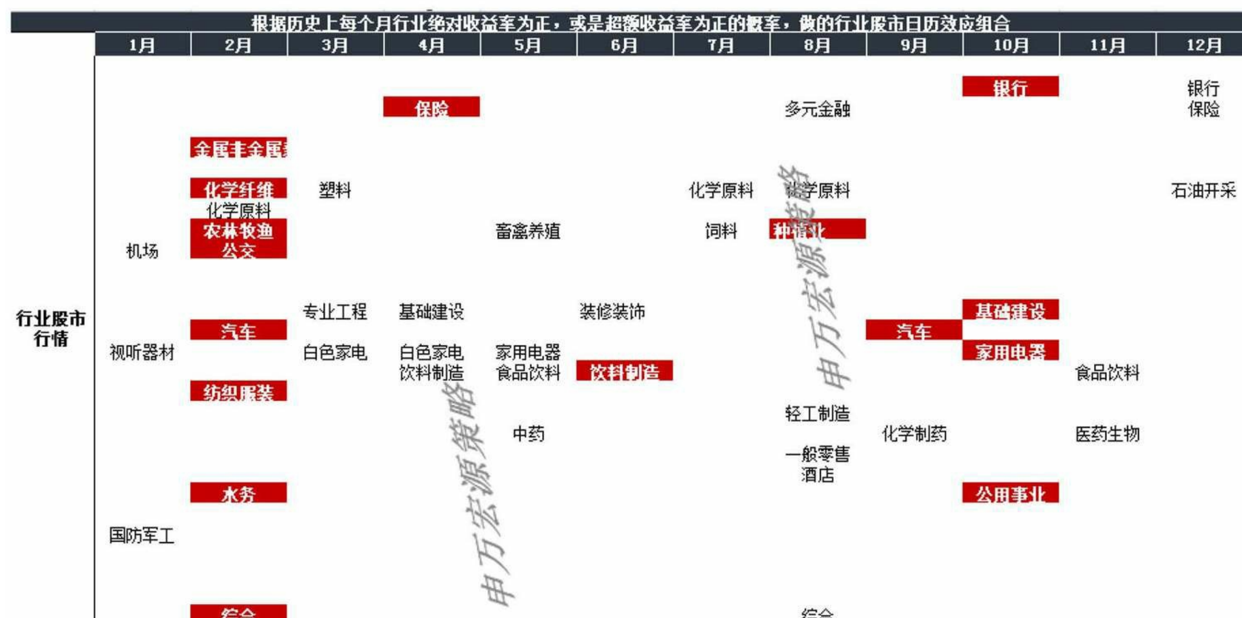
表5-6 历年春节后表现最好的行业

	春节前一个月	春节前两周	春节前一周	春节后一周	春节后两周	春节后一个月
农林牧渔	0.95%	3.09%	2.22%	4.96%	6.40%	7.44%
采掘	4.00%	4.53%	2.86%	1.80%	2.19%	2.94%
化工	1.47%	3.84%	3.15%	2.95%	4.55%	6.02%
钢铁	2.95%	4.09%	3.61%	1.80%	2.64%	3.33%
有色金属	3.84%	5.05%	4.16%	3.29%	4.82%	6.65%
电子	2.50%	4.09%	3.29%	3.98%	5.00%	6.53%
家用电器	3.12%	3.42%	2.70%	2.78%	4.57%	5.84%
食品饮料	-0.22%	2.03%	1.62%	2.04%	2.77%	4.43%
纺织服装	1.38%	3.55%	3.00%	3.10%	4.63%	6.57%
轻工制造	1.80%	3.59%	2.76%	3.57%	4.38%	6.62%
医药生物	1.56%	3.05%	2.82%	2.46%	3.91%	4.96%
公用事业	1.56%	2.97%	2.20%	3.03%	3.35%	5.02%
交通运输	2.35%	3.76%	2.69%	2.62%	2.95%	4.35%
房地产	2.35%	4.42%	3.03%	2.55%	4.07%	4.55%
商业贸易	1.98%	3.61%	2.91%	3.02%	4.31%	5.53%
休闲服务	1.84%	4.56%	3.41%	2.65%	3.95%	6.30%
综合	3.21%	4.98%	3.52%	4.25%	5.79%	7.62%
建筑材料	2.95%	4.33%	3.22%	3.20%	4.61%	6.40%
建筑装饰	2.01%	3.84%	2.80%	3.44%	4.34%	5.21%
电气设备	2.30%	3.68%	3.25%	2.92%	3.97%	5.33%
国防军工	1.46%	3.77%	2.46%	3.01%	3.88%	4.66%
计算机	3.11%	4.88%	3.69%	2.88%	3.20%	5.05%
传媒	3.95%	4.79%	3.07%	2.00%	3.13%	4.94%
通信	3.42%	4.29%	3.46%	3.15%	1.87%	2.43%
银行	4.16%	4.36%	2.66%	-0.44%	-0.58%	0.48%
非银金融	2.72%	5.72%	3.02%	1.05%	1.19%	1.92%
汽车	4.43%	6.01%	4.19%	2.65%	3.21%	4.65%
机械设备	2.53%	4.63%	3.13%	2.75%	3.48%	4.66%

资料来源：申万宏源研究，Wind

春有保险夏有酒，秋季汽车冬银行

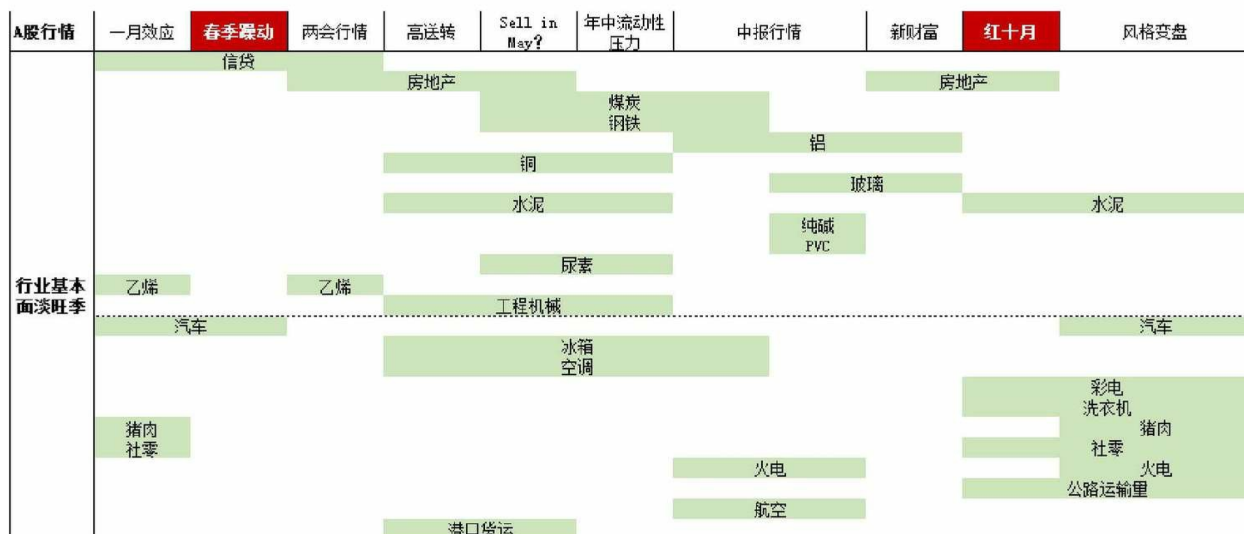
申万王胜、林丽梅的统计，让全年各月份超额收益一目了然，看图：



资料来源：申万宏源研究

图5-10 申万研报截图，揭示了全年各月超额收益行业

与之相关的是一个行业淡旺季的统计，看图：



资料来源：申万宏源研究

图5-11 申万研报截图，揭示了全年各月的行业淡旺季情况

清明端午：宜空仓，忌制造业

关于这一点，海通证券荀玉根历年都有研报，还是上图吧：

策略专题报告 2016年05月20日

Sell in May 效应

——以海内外历史为鉴

投资要点：

- **核心结论：**①对37个成熟与新兴市场历史数据研究发现其中36个市场存在"Sell in May"效应，1997年至今数据显示A股市也存在此效应，5月初卖出10月初买入的累计超额收益200个点。②国内外共同特征：制造业的"Sell in May"效应最显著，消费类行业最弱。③海外专业研究认为季节、假期等对情绪的影响是此效应的主因，A股则与5-9月整体处于政策淡季有关。

图5-12 荀玉根研报截图，揭示了“卖在5月”（Sell in May）效应

其中制造业是最应规避的：

行业名称	当年5-10月收益率平均数	当年11月-次年4月收益率平均数
钢铁	-0.42	22.54
建筑	0.04	32.10
交通运输	0.06	18.77
轻工制造	0.34	26.25
建材	0.91	34.76
电力及公用事业	0.93	20.96
纺织服装	1.48	30.07
家电	1.82	31.39
综合	2.22	32.58
餐饮旅游	2.35	28.57
煤炭	2.47	20.61

表5-7 荀玉根研报截图，揭示了制造业更显著的“卖在5月”（Sell in May）效应

秋季：宜稳稳的幸福

每年10月大概率都是稳稳的幸福收获期，选了国君固收覃汉的图：

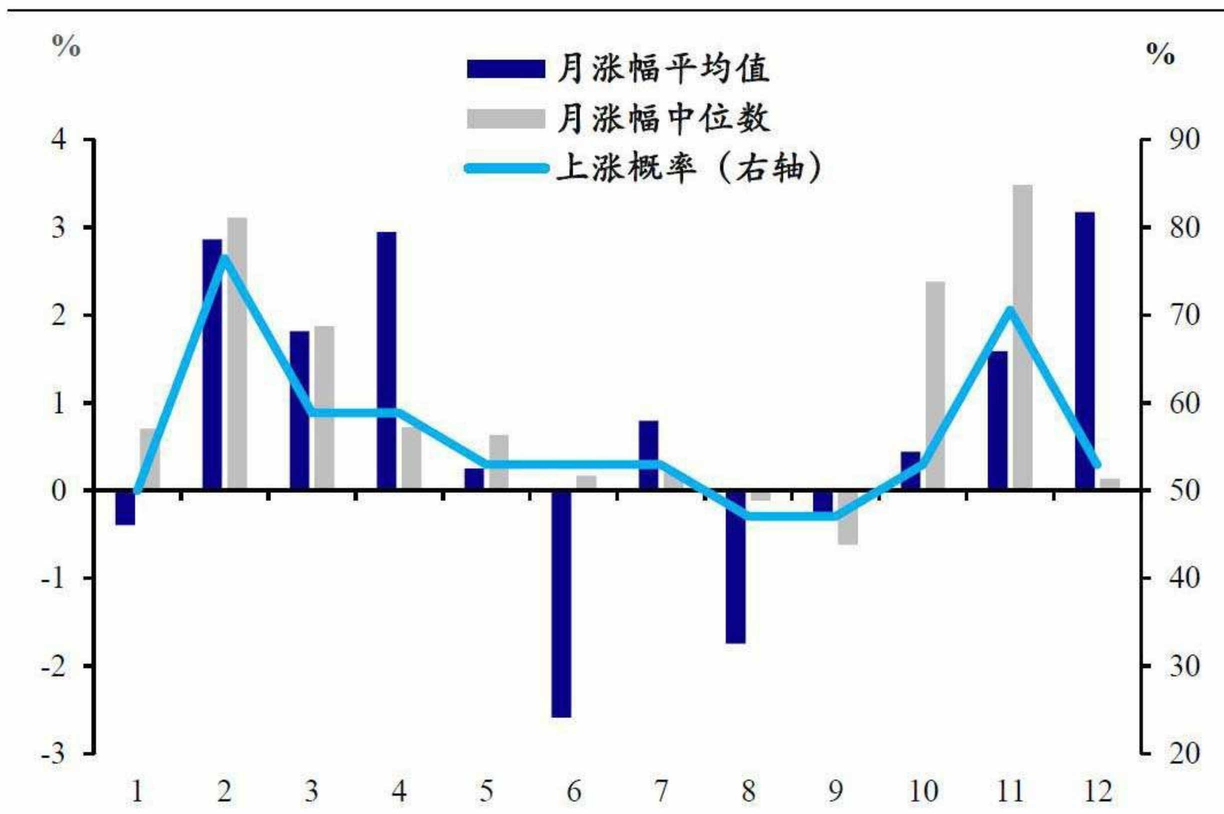


图5-13 覃汉研报截图，揭示了A股的秋季收获效应

说明一下，确如图片标题，每年2月上涨概率是很大的，但是2018年这个魔咒被打破了，不过10月仍然是可期待的进场时机。如果将统计期再延长一下，11月的超额收益更是大概率事件。

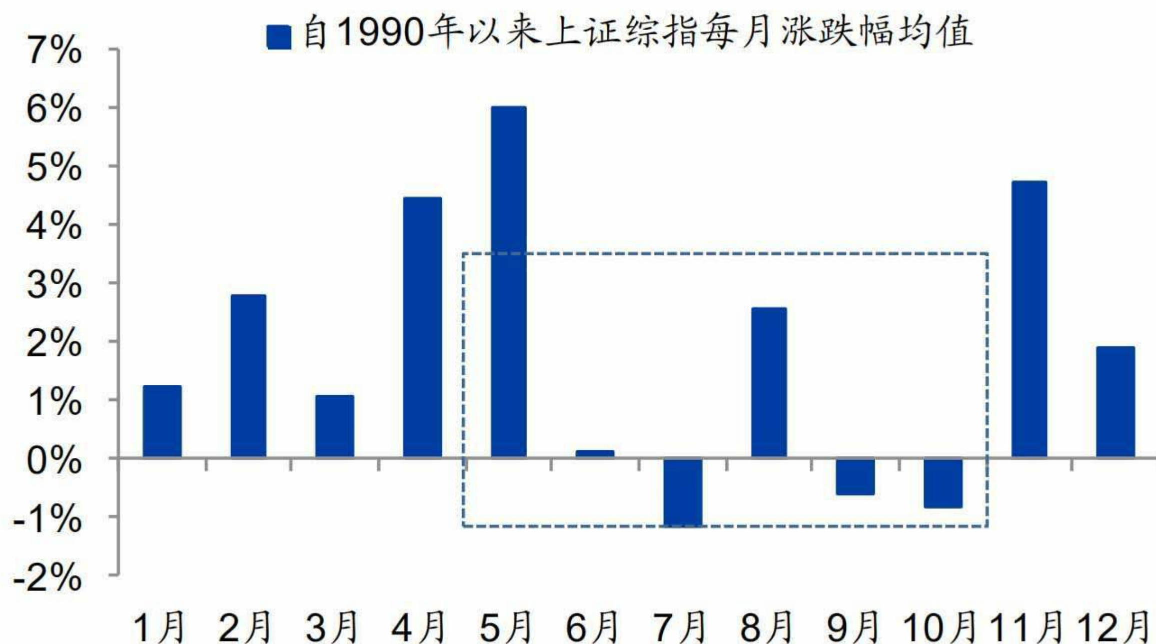


图5-14 海通研报截图，揭示了A股各月度的超额收益分布

冬季：宜大票，低估值

2010年以来，每年第四季度市场风格都会往大票切换，而低估值跑赢高估值的概率非常大。



图5-15 每年第四季度，低估值跑赢高估值概率大

以茅台魔咒为例㊟

除了时间魔咒外，股市上还有很多其他魔咒，比如明星魔咒：关乎郑少秋、王菲等等。

比如明星股魔咒——我们就用茅台来举个例子吧。

1.任何股票股价一旦超过茅台，随即就会回落并腰斩。这个很多人应该知道。

2.只有当某只股票股价超过茅台时，牛市才会到来。这个知道的人就少多了。

3.茅台酒价、股价与金价存在一定的正相关关系，与人民币则存在一定的负相关关系，是个避险选项。

还有一条，是齐齐鲁根据茅台研报的大数据总结的：

4.只有贵州茅台的研报数量回落到200份/年以下，该年度才会出现牛市。

从2012年到2016年，分析师共针对贵州茅台发布研报1049篇。牛市中也就是2015年的茅台研报最少，123篇，熊市里的茅台研报就会很多。在几乎没有争议的四大名酒中，我们选了四款，大家可以比较一下研报数量：

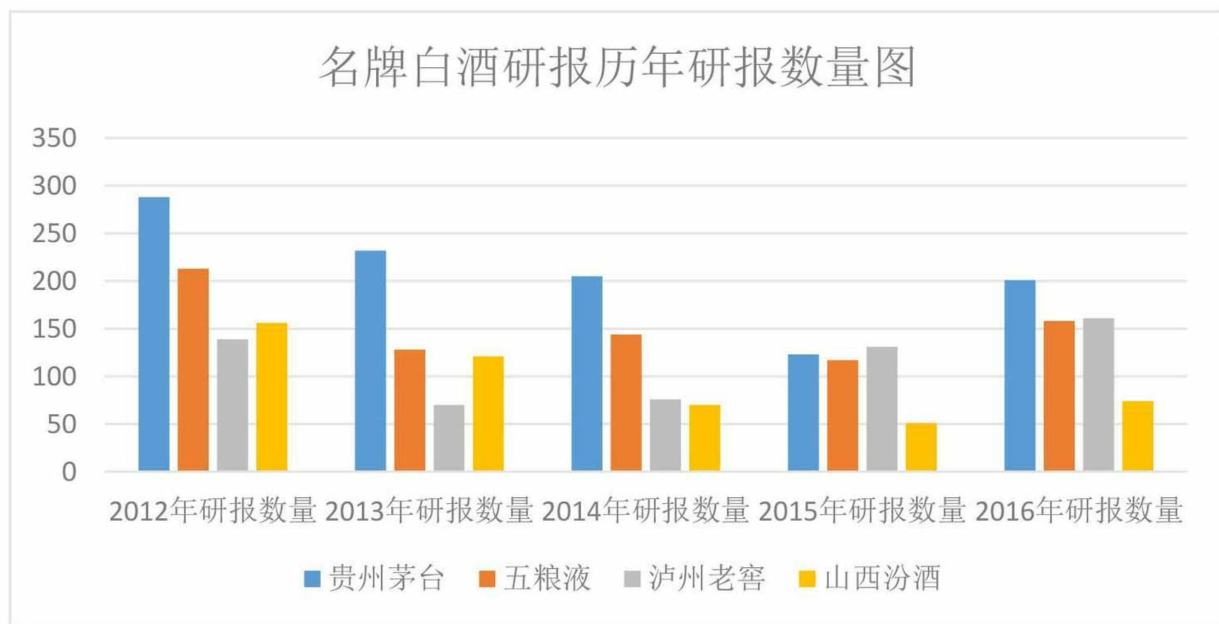


图5-16 名牌白酒股理念研报数量统计

发现了吧，越是市场不好的时候，茅台研报越多。而茅台股价走势是领先于其研报数量的，如下图：

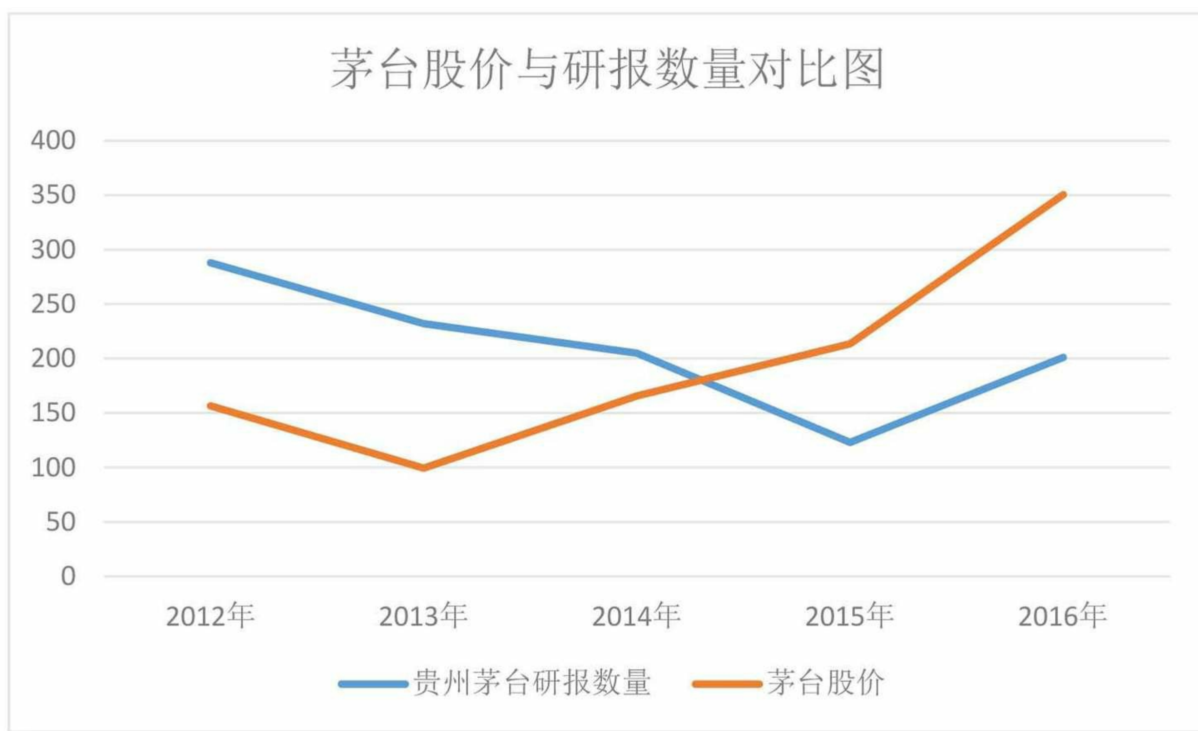


图5-17 茅台股价与研报数量之间的关系

茅台股价与大盘的走势也是负相关的，如下图：

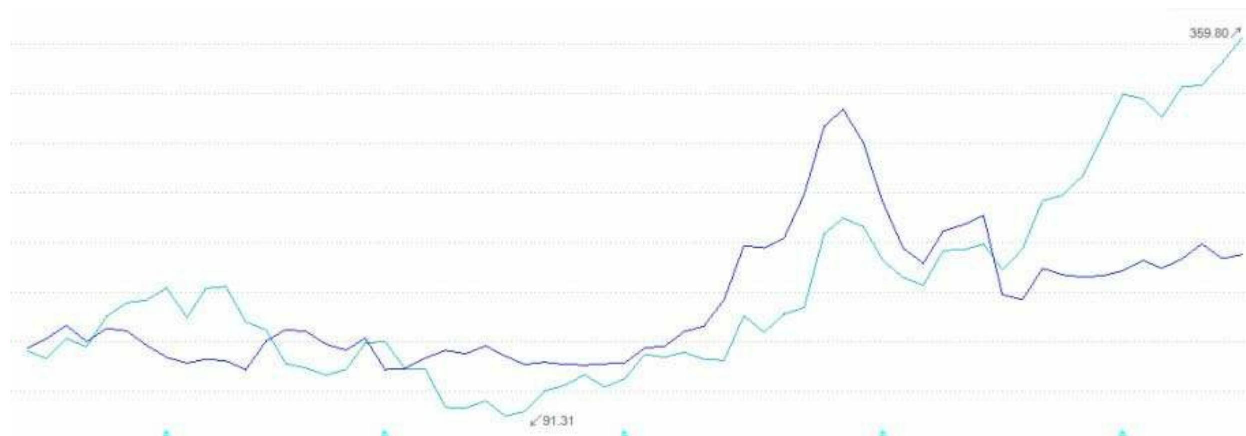


图5-18 茅台股价与大盘走势的负相关关系

以右侧边界计，上面的线是茅台股价，下面的线是沪综指。

从这个意义上来说，2017年究竟算不算一个牛市呢？如果按照老百姓熟悉的那种“牛市”来理解，2017年当然不算牛市。

但很可能，“牛市”的定义已经变啦。所以请注意，本节中所说

的“牛市”，是传统的那种鸡犬升天的“牛市”，那不一定算健康。

---

1. 此处部分内容引自《毒舌研报》2018年2月13日文章《狗年股市皇历》，有修改。
2. 此处部分内容引自《毒舌研报》栏目2017年2月14日文章《天色将晚，抱妻上床》，有修改。

4.研报也可以……理解生活㊟

曾经齐齐鲁也是一个知乎用户，但是，每每在知乎上看到答题者“谢邀……”，然后一通臭白话，又讲不明白的时候，我都暗自为大家着急——**这东西研报里面都写过啊，你自己去看不就完了吗？**

时间一长，我也确实有一句口头禅：这个事情，×××的研报里面写过……

这个口头禅让我的低情商愈发凸显出来，使自己成为异类。

这不是重点。

重点是，我们很多日常生活中发生的事情，研报中同样有答案。为什么会出现这种局面呢？道理很简单：因各行各业的公司上市，股市对经济的代表性越来越强，所以研究股市，本质上就是研究经济活动，说白了吧，就是研究生活。

我举个例子㊟。

2016年11月，大导演冯小刚的电影《我不是潘金莲》上映，万达院线为该电影安排的排片比较少，引发了冯小刚与万达开撕，直至抛出万达（给《我不是潘金莲》低排片）是“置股民的利益而不顾”的说法，令人耳目一新。

为什么万达给《我不是潘金莲》安排了那么少的场次呢？作为一个电影院院线，好电影卖票多，不是应该多排片吗？如果你认为这只是因一部电影排片问题，引发一个导演吐槽一家院线的事件，可能就只浮于

表面了。

电影告诉我们，李雪莲不是潘金莲。

研报告诉我们，万达院线不只是院线。

分析师调研记录告诉我们，冯导演也不只是导演。

既然冯小刚对万达的指责涉及股民，作为研报的搬运工，齐齐鲁就从券商研报之中，找到了这几方的人物关系。

关于李雪莲不是潘金莲，这是电影讲的故事，要靠大家自己去感受。这也不是我们要说的重点。我们重点说其余两点：万达院线不只是院线，冯导演也不只是冯导演。

关于万达院线不只是院线

此节核心观点全部引自券商研报。

院线是什么？电影产业中，制片、发行、（院线+影院）、观众是四大环节，分赃是这么分的：

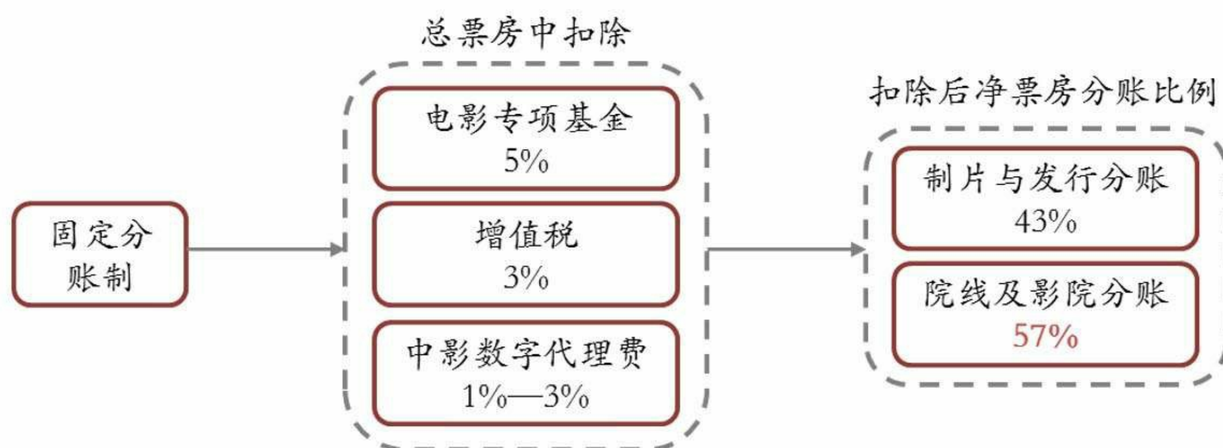


图5-19 电影票房分账构成

为了赚钱（毕竟票房分账57%），院线有动力给好电影排片。

但只做院线的话，虽然把控影片到观众的“最后一公里”咽喉要道，但毛利率显著低于上游的制片和发行。

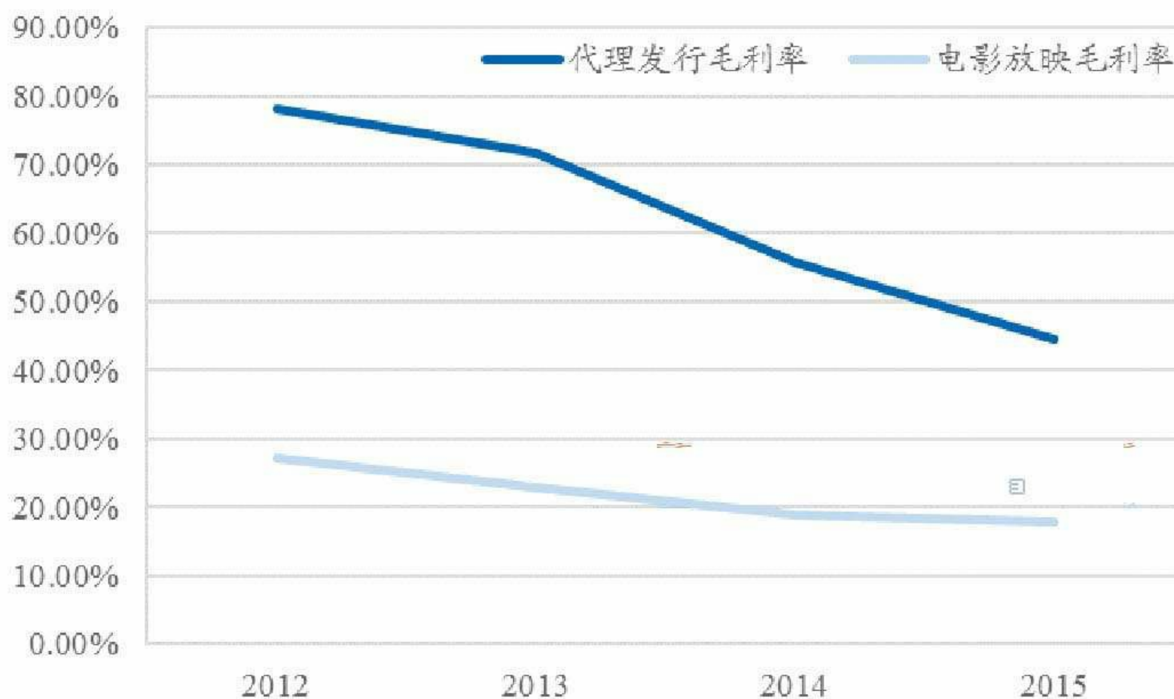


图5-20 院线毛利率显著低于代理发行毛利率

多年来，院线在与制片、发行的分成比例议价权战争中，也节节败退，如下图：



图5-21 制片发行与院线分账比例的变化

留给院线的时间不多了，院线最合理的选择就是利用目前的优势地位，向上游拓展，比如万达就已经纵贯制作、发行、院线、影院的整个产业链。

研报原文是：“中影和万达已经有包括‘制作+发行+院线+影院’的一体化产业链结构。”

所以，这次就排片的开撕，已经不是一个上游（制片方、发行方）对下游（院线）的吐槽了，而是对一个全产业链的竞争对手的吐槽。当然，冯小刚和华谊也不是吃素的，除了自己也有影城外，华谊和耀莱影视联合出品《我不是潘金莲》，耀莱院线是怎么给《我不是潘金莲》排片的呢？

表5-8 耀莱院线《我不是潘金莲》的排片情况

影投	当日票房	票房占比	排片占比	场均人次	累计票房	排座占比
耀莱国际影城	342.1万	94.5%	87.1%	96	1128.1万	88.1%

简单说吧，因电影排片引发的争斗才刚刚开始，因为院线在往上游

的制片发行拓展，制片发行方也在往下游的院线拓展，**以后看电影还得先选派系了呢——谁家制作发行的电影就去谁家院线看，想必不仅场次多，而且票价会便宜。**

关于冯导演不只是导演

线索在2017年12月24日发布的一份研报中，当时上市公司华谊兄弟在海口举办了投资者交流会，冯小刚以华谊美拉总经理身份出席，会上谈到华谊兄弟投资冯小刚持股99%的浙江东阳美拉一事。研报所载的会议记录是这么说的：

“华谊兄弟未来的目标是成为一家全产业链的影视文化巨头”

“以人民币10.5亿元的对价收购浙江东阳美拉的股东冯小刚和……（所持股份）”

“冯小刚为华谊兄弟带来的影视IP价值是不可估计的”

“每年1亿利润的业绩承诺是完全可以保证的，因此收购价格非常合理”

“冯小刚导演多年来一直是华谊兄弟的签约导演”

“对冯小刚导演来说，这也是他的视野的一次创新，从签约导演转身为公司老板，可以更加激发其电影创作的欲望和激情，保证其电影的价值所在”

冯小刚“从签约导演转身为公司老板”，华谊兄弟是很坦率的。

所以，冯导演吐槽院线排片低，和2016年5月方励为《百鸟朝凤》向院线下跪求排片，总归是不一样的……

看研报，了解世界的脉动

多读好研报，才知道世界是这个样子的：李雪莲不是潘金莲，万达院线不只是院线，冯导演也不只是导演。这场口水仗反映了电影业正在发生的深刻变化，上下游的战斗和抱团可能才刚刚开始。这还不算网络票务、视频平台加入战局的扰动。

不要有被人蒙了的感觉——所有信息都是公开的，所以我们要多读研报，才能及时了解世界的脉动，解决十万个为什么。

要说再见了，我再总结一下全书的内容，就几句话：

要炒股，应该系统地看研报。

新一代股市投资者，你们的教育背景和学习能力远胜老股民，你们更应该系统地看研报。

哪怕不炒股，要准确理解时代和生活中的为什么，也应该看研报。

---

1. 本节也可以作为影视传媒行业的研报分析来阅读。
2. 此处部分内容引自《毒舌研报》栏目2016年11月22日文章《不是潘金莲，不是院线，也不是冯导演》，有修改。

后记

1.

从不好为人师。

我觉得什么事情，还是自己体会、自己经历比较好。

所以这本书只是告诉你，券商研报很好，看券商研报很好，尽管我勉为其难地提了一些所谓的“捷径”（反正我自己不相信有什么捷径），但是，坚持认为，普通投资者只有自己系统地、持续地阅读研报，才知道研报和看研报有多好，才知道该怎么看，看完怎么用。

真的，你自己的生活和经历，可能很平庸，但那对于你来说，是无比重要的，谁也不能替代。

2.

从不算太勤奋。

如果不是职务行为，我供职的机构有基本要求，我恐怕连一周一次的专栏更新都无法保证，更遑论在专栏周更的基础上，单花心思攒本书出来。

这事对我有启发——组织、机构和个人有什么不同。

在组织、机构里面，你不能太任性，你得遵守基本的规则（虽然我所在的中泰资管，管理已经非常人性化了），该干的事情你得干了，如果碰巧，你对干的事还有兴趣，你就能把这事干得稍微漂亮点。

炒股也是一样的道理。此前我断断续续炒过八九年股，一旦套了，关上账户不看了；套惨了，发狠不玩了；赚钱了，人就跟着膨胀，归因到自己的勇敢、智慧、坚强上面。

机构不可能这样。机构有基本的规则，不能由着性子来。所以，我觉得机构投资和个人投资最大的不同，倒不一定在于机构的能力有多强，人有多聪明，信息有多灵通，而是在于机构有基本的规则，让人不能任性。

炒股是最怕任性的东西，因为你的对手是上亿人。

还有你自己——在你的对手里，最狠的反派就是“你自己”。

所以，不吹不黑，对于一般的个人投资者来说，如果你不是特有热情、精力、耐力和悟性，你还真是要慎重成为股民，谁家的钱也不是大风刮来的，贼吃肉的前提是贼能挨打。

如果你特有热情、精力、耐力和悟性，你特想自己干，朋友，你一定要把这份热情、精力、耐力和悟性，投入到看研报上面。

看好了，看明白了，您再入市。

3.

最后，深深感谢雪球网，正因他们给我展示的机会，我的拙思才能与读者相见，我的“岛”才能与成千上万个“岛”相连，进而让彼此产生意

义。

深深感谢中泰资管首席经济学家李迅雷先生，作为亲手缔造了中国证券分析行业的泰斗级前辈，李老师不因我的事小而忽略我，从来都给我的工作以巨大关心。

深深感谢中泰资管总裁助理康茜女士，作为我的直管领导，她在每周二前我写作专栏的时间中，从未安排任何事务性工作给我，这在她领导的市场部中，是非常奢侈的待遇。同时，要感谢中泰资管章飚董事长、谢建杰总裁和徐建东副总裁，他们待我以极大的耐心和善意，给我足够的空间、容忍、鼓励以及——薪水。感谢美编蔡惟，她为每期《毒舌研报》栏目更新提供版式和图片服务，我们的配合非常默契。感谢帮我转发推广微信内容的中泰资管市场部兄弟姐妹和公司同事。

深深感谢一年多来《毒舌研报》的粉丝和读者，每次阅读量特别低的时候，只要看到你们的留言，都觉得能再厚着脸皮撑一段。

向您花费金钱购买本书，花费时间阅读本书表示诚挚的感谢。

“谁家的清笛渐响渐远……若今昔一别，一别永年”——先说再见的人，最是不舍。期待日后有缘再见。

再见！

齐齐鲁

2018年3月于中泰资管

附录
粉丝信一封

【按】大为是《毒舌研报》栏目的粉丝，即用户，有时是设计者，比这些角色更重要的是，他是写字人的读者。我们素昧平生，从未谋面，因文而识，彼此关心（他关心我多一些）。

并不是我需要他鼓励我，并不是我不需要他鼓励我（事实上他对我的夸奖和指摘各一半），但他可以让我在夜雾笼罩下，摆脱盲目的奔跑，停下来，多看自己一眼，觉得自己还行，甚至可以做得更多。

这样的粉丝还有很多，比如：任公子、张师傅、Ms申、强马丁、王鑫伟、大海、鹏、赵丽芳、夏翠琳、杨鹏^2018、小画家、不二、差一点先生、Taylor、J梦喵、多家上市公司股东，等等，恕不能一一列举。

墙与墙要在转角处相见，光与光要在黑暗处相见。我们相识的场面不大，甚至有些局促，但这不影响我们走进了彼此的工作乃至生活，谢谢你们！

齐齐鲁兄好，

并问候中泰资管微信公众号各位仁兄好：

通过电话后，我把电话中纷乱的表述和未述的部分试图整理一下，尽量清晰简洁地阐述如下，如繁乱纷杂请一笑而过。

最初接触《毒舌研报》是通过前同事微信朋友圈转发，吸引我的是诙谐的语言和独特的视角，所以在这个阶段的留言中，我是使用逗趣的

语风留言。

我是图形技术派，待我试图开始从阅读分析师报告的角度，寻找操作逻辑时，特别是想从大资金的角度去寻找重仓的依据，面对海量的研报，我开始寻找如何处理这么多信息，我发现最好的方式是从“研报的研报”入手。

在这个领域可寻找到的资料寥寥，真正静下心来，从你最初的文章，一篇篇静静地读下来，并认真回想当时的市场环境，当时你所面对的研报库，分析你文章的思路和逻辑结构，摘出的分析师所言精华以及未言之意，文章的言语是诙谐的，但文章是严谨认真的，有自己的视点（有些分析视点很有意思）、自己的思考、自己的观点。你的分析角度、逻辑、阐述，这些路数都对，这条路可以走下去，如果你坚持，必有收获。

信若止此，则是一篇政治正确、宾主皆大欢喜的读者来信。可我知道这不是你所期盼的。

就我个人看，《毒舌研报》到了一个需要突破的瓶颈了，保持现有的文风和分析力度，可以是中泰资管的一个特色子栏目，小交易员、小销售转转朋友圈，荤素段子在留言里互动，如果你很开心，也好。

后面的方向如何选呢？我打个拙劣的比方。曹操新收纳了很多谋士，个个能言善道，都想引得魏王垂青。曹操只得问近侍如何辨别这些谋士，只是你向着哪个方向发展？是郭嘉、荀彧，还是月旦评上的杨修？

进入七月（作者注：2017年7月）后，我又一次看了一遍你的文章，2017年1月10日的文章《谁导演了军工之春》基本阐述了你文章的导向和三个套路。而2016年10月25日的文章《你咋不搞13亿票呢？》也揭示了分析师的苦涩和暗黑料理。人生实难啊。但我总觉得有什么地方

我不满足，虽然我只是一家之言，不能代表其他人。**我把你的文章题目按时间顺序手抄了一遍**，这样在我回想你每一篇的内容时，我终于知道自己不满足的地方了，这就是我们更喜欢寻找到的是希望，是机会。

你的文章反映了你不是一个媚俗、迎合的人，也很善良，你多次提醒风险。做交易久了，我知道提醒风险的价值，也知道提醒风险是一件功德无量却又不讨好的丰功，但是，我也知道人性，人们寻找的是发财的机会，在贪婪的交易市场就更充满着这样的人性。我不展开了，你是一点就通的，何须费言。

就文风而言，诙谐还是冷峻都是表象，只要文骨如你所言，**“我所期待的高质量的研报，无非是能一五一十描述世界的运行，总是透着一股手术刀的味道，总是冷冰冰地解剖，不太讨好读者，更不就和着市场情绪”。**

查了一下度娘，你名字的意思是大鸟向上飞翔。曹植诗：“鹄飞举万里，一飞翀昊苍。”父母之命名，嗯，你懂的。

人生实难，写文发财更难，江浙沪连续几日40摄氏度高温，读到此处，颇有心静自然凉的功效，珍重。

大为

2017.7

手把手教你读研报

齐齐鲁 著

散户炒股，从来不易。如果说 10 年前，散户需要面对庄家和狼（比如涨停板敢死队）；那么未来 10 年，散户的对手就是机构。过去一年的投资市场已经验证了这一点，凡是意识不到的都将被清扫出场。

怎样成为未来十年的赚钱高手？那就是必须具备机构思路。什么是机构思路？相比之下，机构比庄家和狼温和许多——他们更多地赚企业价值成长的钱，而不是从散户兜里直接掏钱。如果你没有收割机构的实力，那么成为机构的同路人，无疑是最优选择。怎样成为机构的同路人？那就是要学着像机构那样，学会看研报。

本书内容的一部分来自中泰资管（原齐鲁资管） 雪球网同名账号下，每周二更新的栏目《毒舌研报》，由一位每周浏览 50 份以上、精读 20 份以上研报的高手撰写。此次集合成书，增补了几万字内容，梳理和更新了资料数据，重新划分了结构和类别，特别适合初入股市的投资者阅读。

文本整理：杨　硕

策划编辑：杨　硕

出　　品：中信联合云科技有限公司　www.yuntrust.cn

版　　本：电子书

版　　次：2018 年 5 月第 1 版

字　　数：140 千字

出版发行：中信出版集团股份有限公司 CITIC Publishing Group

投稿邮箱：tougao@citicpub.com